



**FLORIAN BARTUNEK,
GIULIANA NAPOLITANO
E PIERRE MOREAU**
(Orgs.)

Prefácio
JORGE PAULO LEMANN

FORA DA CURVA

Os segredos dos grandes
investidores do Brasil – e o que
você pode aprender com eles

**ANDRÉ JAKURSKI • ANTONIO BONCHRISTIANO
FLORIAN BARTUNEK • GUILHERME ACHÉ
GUILHERME AFFONSO FERREIRA
JOSÉ CARLOS REIS DE MAGALHÃES NETO
LUIS STUHLBERGER • LUIZ FERNANDO FIGUEIREDO
MEYER JOSEPH NIGRI • PEDRO DAMASCENO**



FLORIAN BARTUNEK,
GIULIANA NAPOLITANO E
PIERRE MOREAU (ORGS.)

Fora da curva

*Os segredos dos grandes investidores do
Brasil — e o que você pode aprender com eles*

PREFÁCIO

Jorge Paulo Lemann



SUMÁRIO

PREFÁCIO

Por Jorge Paulo Lemann

APRESENTAÇÃO

Por Giuliana Napolitano

INTRODUÇÃO

Por Florian Bartunek e Pierre Moreau

1. André Jakurski
2. Antonio Bonchristiano
3. Florian Bartunek
4. Guilherme Aché
5. Guilherme Affonso Ferreira
6. José Carlos Reis de Magalhães Neto
7. Luiz Fernando Figueiredo
8. Luis Stuhlberger
9. Meyer Joseph Nigri
10. Pedro Damasceno

Glossário

PREFÁCIO

Jorge Paulo Lemann

Sempre acreditei que o bom investidor não é o que foge do risco, mas o que sabe arriscar na hora certa. Risco é parte da vida. Quem não corre riscos não faz nada. Corri alguns riscos grandes, mas sempre com algum “treino” antes. Meu conselho para quem está começando é investir no que conhece melhor, aos poucos, e ir aumentando a exposição ao risco à medida que for ganhando experiência. Tomaria cuidado para não ficar confiante demais, o que pode levar a grandes erros. Esta lógica também vale para uma partida de tênis: é preciso ter sensibilidade para o momento de arriscar nos pontos, sempre com base naquilo que já foi praticado antes.

O investimento feito nas Lojas Americanas foi um bom exemplo de risco controlado. Tínhamos uma corretora, a Garantia, e apareceu a oportunidade de comprar as Lojas Americanas, uma empresa que não tinha controlador definido. Não conhecíamos direito o varejo, e, portanto, havia o risco de não entender direito o setor em que estávamos investindo. Mas a segurança era que havia muito valor nos imóveis da companhia: eles valiam, ao todo, quatro vezes mais que o controle na bolsa. Acabamos comprando 70% das ações da empresa no mercado. Corremos risco, trabalhamos duro e recuperamos todo o investimento em dois anos. Outro investimento que vale citar foi a compra da cervejaria americana Anheuser Busch em 2008. Fizemos nossa maior aquisição até aquele momento no meio da maior crise econômica das últimas décadas nos Estados Unidos. A confiança na capacidade de execução da equipe e na nossa experiência anterior em aquisições — havíamos adquirido e integrado as cervejarias Antarctica, Brahma e Interbrew, por exemplo — nos deram confiança para correr o risco e fazer algo grande.

Sempre acreditei também em atrair gente boa. Gente boa atrai mais gente boa, e trabalhando com gente boa se vai mais longe. Caso possa cercar-se de outros investidores para aprender junto, melhor. Acredito ainda na importância da postura de dono. Seja “dono” dos seus investimentos. Leia, se informe, pesquise, gaste sola

de sapato visitando as empresas e tome decisões baseadas no que acredita. Dicas e fofocas só atrapalham. Não há atalhos para o sucesso. Quanto mais se dedicar, maiores as chances de ganhar.

Outro ponto importante é ter foco. Pensar de maneira simples, sem muita complicação, é melhor que ficar olhando coisas demais. É preciso escolher qual será seu foco para ter sucesso. Hoje há muitas informações por aí, com internet, redes sociais etc. Recomendo que os jovens descubram algo por que tenham paixão, persigam isso e treinem duro. Só consegui realizar coisas quando dei a devida atenção a elas. O que não recebeu tanta atenção acabou não andando. Uma ou outra estratégia pode não funcionar. É melhor aprender com os erros dos outros, mas, se não for possível, é importante fazer uma análise para entender o que não funcionou e por quais motivos. Assim, dá para fazer ajustes e tentar ir melhor da próxima vez.

Vale a pena observar o que outros investidores de sucesso fizeram e, com adaptações, criar seu próprio estilo. Não é preciso reinventar a roda. Veja quem são os melhores investidores e procure se informar sobre eles. Por isso acredito que este livro, que traz as experiências de investidores de sucesso no Brasil, pode ser bastante útil. Ouço muitas perguntas sobre a atual situação do país. As pessoas querem saber quais são as perspectivas, quando vamos sair da crise. O Brasil é um país com inúmeras oportunidades. Sempre acreditei no país e, mesmo em momentos de crise, corri riscos e fiz excelentes investimentos. O Brasil ainda é um país relativamente jovem, há muito o que fazer em vários setores. Estude, trabalhe duro, fique cercado de gente boa, treine e corra riscos. Se, com o seu sucesso, puder impactar outras pessoas e retornar para a sociedade, é ainda melhor. O Brasil precisa de gente querendo investir e fazer acontecer.

APRESENTAÇÃO

Giuliana Napolitano

O projeto deste livro surgiu a partir do curso Grandes Investidores, organizado por Florian Bartunek e Pierre Moreau na Casa do Saber de São Paulo, em 2012. Com exceção de André Jakurski, todos os profissionais que aparecem no livro deram palestras nesse curso. Falaram sobre suas carreiras, seus principais investimentos, contaram quando ganharam e quando perderam dinheiro. Também foram entrevistados por Florian e Pierre e responderam a perguntas do público.

Na época, muitas das dúvidas levantadas estavam relacionadas às perspectivas para o Brasil: os participantes queriam saber como os grandes investidores viam o futuro e, claro, como planejavam ganhar dinheiro naquele cenário. Desde então até a publicação do livro quatro anos se passaram, e muito do que foi falado ficou ultrapassado. Outras questões surgiram. Fui convidada por Florian e Pierre para entrevistar todos os participantes novamente e atualizar o que fosse necessário.

O interessante é que todos estavam de fato com vontade de falar mais — mesmo os que não estão tão acostumados a dar entrevistas, como Antonio Bonchristiano e Zeca Magalhães. Contaram muitos casos, explicaram acertos, erros, deram conselhos a outros investidores. O esforço resultou em histórias inéditas, algumas engraçadas, outras surpreendentes. Florian também está entre os entrevistados. Ele tem uma vivência ímpar na bolsa brasileira: tornou-se sócio do banco Pactual aos 25 anos, foi o responsável pela gestão dos fundos de ações do banco e, atualmente, é sócio de Jorge Paulo Lemann.

Esses investidores estão habituados a crises e mudanças bruscas de cenário. Conviveram com pacotes econômicos mirabolantes, a intensa volatilidade do dólar e da bolsa em alguns períodos, o vaivém dos juros e os impactos de crises internacionais no Brasil — e contam como fizeram bons investimentos em meio às incertezas.

Alguns depoimentos são inspiradores para quem está iniciando uma carreira no mercado financeiro — ou para quem planeja abrir seu próprio negócio. Todos contêm

lições valiosas sobre investimentos. Mas nenhum deles é um manual de como ganhar dinheiro, até porque nossos dez entrevistados estão longe de serem infalíveis. Já erraram feio ao menos uma vez, e sabem que vão continuar cometendo deslizes. O segredo, dizem, é tentar ganhar mais do que perder — e minimizar os prejuízos.

As principais regras de investimento dos entrevistados estão resumidas no fim de cada capítulo, e é interessante notar que algumas são subjetivas e podem mudar com o tempo, à medida que os profissionais ganham experiência. Sem dúvida com eles aprende-se muito sobre o mercado financeiro. Mas a leitura deixa claro que ganhar dinheiro com investimentos é uma tarefa árdua.

INTRODUÇÃO

Florian Bartunek e
Pierre Moreau

Poucos assuntos geram tanta insegurança na maioria das pessoas quanto investimentos. Ainda assim, é algo com que todos que têm alguma poupança disponível precisam se preocupar. Se você possui dinheiro guardado ou ganha mais do que gasta (parabéns!), não tem jeito, algo de investimentos você tem de saber. Investir é das tarefas mais complexas e importantes, cujos resultados terão impactos para seus filhos, netos e, possivelmente, para outras gerações.

Entender melhor sobre investimentos e ter sucesso com isso tem também um impacto positivo na autoestima. Devido à incerteza no Brasil em relação à capacidade da Previdência de bancar o estilo de vida atual após a aposentadoria, há um estresse e uma aflição permanentes sobre dinheiro em muitas pessoas. Como a maioria das atividades, investir requer estudo e dedicação. Melhor, porém, aprender com os erros dos outros. Vale lembrar da seguinte frase: “Quando uma pessoa com dinheiro encontra uma pessoa com experiência, a pessoa com experiência fica com o dinheiro e a pessoa com dinheiro sai com a experiência”.

“O mercado financeiro é um cassino.” “Volatilidade é boa para os traders, eles sempre ganham.” “Pequenos investidores sempre perdem na bolsa.” “Dê uma dica de qual ação que vai subir.” “Tenho todo o meu patrimônio em imóveis, sou conservador.” “Para investir na bolsa é necessário o aconselhamento de um profissional.” “Investir em ações é fácil, basta escolher as empresas da moda.” “Como na carreira, para ganhar dinheiro, o mercado financeiro é a melhor alternativa.” Essas percepções errôneas que muitos ouvem repetidas vezes foram a principal inspiração para pensarmos no curso Grandes Investidores, realizado na Casa do Saber.

Nosso objetivo foi tentar mostrar o que explica o sucesso de alguns dos principais investidores do país e indicar, especialmente aos jovens, as inúmeras possibilidades de carreira no mercado financeiro. Diferentemente do que acontece em outras profissões, há uma falsa sensação de que investir é fácil, não requer muito preparo. Afinal,

qualquer um com uma conta de *home broker* pode ser um investidor. Como em futebol e política, todos têm uma opinião ou uma dica sobre o melhor investimento.

A postura dos investidores em relação aos gestores de fundos, por exemplo, geralmente é de desconhecimento. Não sabem as qualificações de quem é responsável por suas aplicações financeiras. Não questionam sua competência ou formação. Imagine se o piloto do avião, na preparação para o voo, anuncia que fez faculdade de medicina, mas que adora voar e que aprendeu lendo livros. Os passageiros sairiam correndo. Ou se um médico dissesse que cursou engenharia, mas que gosta de medicina e estudou pela internet. Sabemos que ser competente na maior parte das profissões requer estudo e treinamento. Não poderia ser diferente em investimentos.

Há também uma sensação de que existe somente um caminho para o sucesso nos mercados. Ao pensar no curso, buscamos trazer visões de diversos segmentos: ações, fundos de hedge, renda fixa, imóveis e *private equity*. Sempre acreditei que uma das melhores maneiras de evoluir pessoal e profissionalmente é encontrar pessoas de sucesso em suas áreas, entender por que elas têm sucesso e aprender com elas.

A partir daí, buscamos definir os entrevistados. Tarefa difícil. Não procuramos necessariamente os investidores de melhor performance histórica, mas investidores que tiveram excelente performance, com consistência e elevados padrões éticos. E que tivessem histórias replicáveis e inspiradoras. O tema investimentos parece complexo, mas na verdade nos surpreendemos como os grandes investidores conseguem traduzir temas complexos em frases e histórias simples. É como ver um craque do futebol jogar: fica tudo mais claro.

Ainda que as histórias dos dez entrevistados deste livro sejam diferentes, é possível identificar pontos comuns. Algumas coisas nos chamaram a atenção. Diferentemente da imagem de caubóis agressivos e destemidos, como um Gordon Gekko (protagonista do filme *Wall Street*, interpretado pelo ator Michael Douglas), todos “gramaram” muito até chegar onde estão. Têm mais de 20 anos de experiência de mercado, estão sempre aprendendo algo e são muito humildes quando falam de suas conquistas. Ficam chateados com os erros cometidos, mas sabem que isso faz parte do jogo. Além de grandes investidores, são empreendedores que construíram empresas sólidas e admiradas por seus pares. No total, administram cerca de 80 bilhões de reais.

Talvez a categoria de fundos com a maior diversidade seja a de fundos multimercados. Seus gestores podem fazer praticamente de tudo: investir em ações, moedas, derivativos e títulos de renda fixa, aqui e no exterior. Apesar da flexibilidade,

ganhar das aplicações conservadoras de renda fixa — que, por uma anomalia da economia brasileira, são bastante rentáveis (no fim de 2015, a taxa básica de juros estava em 14,25% ao ano) — requer muita habilidade.

Entrevistamos alguns dos gestores mais experientes do país nessa categoria: André Jakurski, dono da gestora JGP e um dos fundadores do banco Pactual; Luis Stuhlberger, sócio da gestora Verde, cujo fundo principal rendeu impressionantes 12 000% desde que foi criado, em 1997; e Luiz Fernando Figueiredo, sócio da gestora Mauá Capital e ex-diretor do Banco Central. Cada um tem seu estilo de gestão, claro. Ainda assim, têm algumas características semelhantes. Todos têm opiniões fortes sobre as perspectivas para a economia; preocupam-se constantemente em proteger suas posições; têm uma visão global de gestão de portfólio (não analisam apenas investimentos isolados); e são desconfiados — pensam sempre que algo pode dar errado, e como isso pode afetar o desempenho de suas carteiras.

Um segmento do mercado financeiro que costuma despertar sentimentos contraditórios é o de fundos *private equity*, que comprem participações ou o controle de empresas. Muitos empresários querem ter o suporte financeiro desses fundos, mas, quando chega o momento de trabalhar com um novo sócio, alguns acabam tendo problemas. Antonio Bonchristiano, sócio da GP, uma das gestoras de fundos de *private equity* mais tradicionais do país, diz que um de seus grandes desafios é trabalhar com o empresário tendo “perspectivas diferentes”. O fundo tem de vender sua participação em algum momento, para dar retorno a seus investidores, enquanto o empreendedor precisa querer ficar ali “para sempre”. Bonchristiano dá uma série de exemplos de como montou parcerias, resolveu conflitos, acertou e errou no meio empresarial. Vale lembrar que o site de comércio eletrônico Submarino (que se fundiu à Americanas.com para dar origem à B2W) nasceu dentro da GP.

Os gestores de fundos de ações que entrevistamos têm duas características principais: mantêm um horizonte de longo prazo em suas aplicações e fazem análises aprofundadas sobre as empresas em que investem. Muitos gestores dizem fazer essas duas coisas, mas, na prática, são poucos os que conseguem, porque se trata de algo complexo. A Dynamo chegou a contratar um instituto de pesquisa para entender os impactos da mudança de regras no setor de processamento de operações com cartões para as duas principais empresas desse setor, a Cielo e a Rede. Guilherme Affonso Ferreira, que participa de seis conselhos de administração, manteve ações do Unibanco por 20 anos, até o banco se unir ao Itaú em 2008, em meio à crise financeira internacional. Hoje, tem

ações do Itaú. Para Guilherme Aché, sócio da Squadra, ter disciplina ao executar um plano de investimento é o que realmente faz diferença.

Um caso interessante é o da gestora Tarpon, fundada por Zeca Magalhães quando ele tinha 24 anos. Trata-se de uma gestora de fundos de ações, mas sua atuação na empresa de alimentos BRF se assemelha à de um fundo de *private equity*, porque há executivos completamente envolvidos na gestão e na transformação da empresa. Outro entrevistado que montou um negócio quando era muito jovem é Meyer Joseph Nigri. Ele fundou a incorporadora Tecnisa enquanto cursava a faculdade de engenharia, em 1977. Passou por diferentes fases do mercado imobiliário, por crises, pela euforia da última década — que, ironicamente, quase quebrou várias empresas do setor — e conta suas histórias de maneira bastante dinâmica. De quebra, há análises bastante ricas sobre os fundamentos do mercado imobiliário, e quando vale a pena investir nesse setor.

Neste livro, podemos conhecer um pouco da carreira e entender como pensam esses profissionais superlativos. Esperamos que sua trajetória possa ajudar investidores interessados em aprender mais sobre finanças e jovens que estão iniciando sua vida profissional. Boa leitura!

CAPÍTULO 1

André Jakurski

Fundou o banco Pactual em 1983, com outros três sócios. Foi diretor executivo do Pactual por catorze anos e estruturou as áreas de investimentos proprietários e de gestão de recursos de clientes, responsáveis por boa parte das receitas do banco. Saiu em 1998 para fundar a gestora de fundos JGP, que tem 10 bilhões de reais de patrimônio.¹ Antes do Pactual, trabalhou por dez anos no Unibanco — nove deles como diretor executivo. Também foi diretor da Associação Brasileira de Bancos de Investimento, da Associação Brasileira das Empresas de Leasing e da Bolsa Brasileira de Futuros. Formou-se em engenharia mecânica na PUC do Rio de Janeiro e fez MBA na Harvard Business School, formando-se em 1973 com distinção máxima. Atualmente, é membro do Board of the Dean's Advisors, do Conselho Consultivo para a América Latina da Harvard Business School e do Global Advisory Council da Universidade de Harvard. Tem 66 anos.

Longe das empresas estatais

Quando estava na faculdade de engenharia, vi que praticamente só havia perspectivas de trabalho para engenheiros em empresas estatais. O pessoal da minha turma foi fazer estágio na Embratel, Telerj, Petrobras, Eletrobras, e eu realmente não tinha o menor interesse em trabalhar para o governo. Fiz um estágio na Esso,² na área de pesquisa operacional, que era muito interessante, mas a Esso estava encolhendo no Brasil, então resolvi sair. Troquei uma ideia com meu pai e ele sugeriu que eu fizesse uma pós-graduação em administração, para ampliar meu campo de trabalho. Comecei a procurar cursos e decidi estudar fora do país. Fiz a inscrição em apenas duas universidades,

Harvard e Stanford, passei nas duas e escolhi Harvard. Acabei me formando em engenharia um semestre antes do que deveria pelo currículo regular, em junho de 1971. Em setembro, já estava fazendo MBA em Harvard. Tinha 23 anos e era o segundo mais jovem da turma.

Terminei o MBA em 1973 e recebi várias ofertas de emprego, no Brasil e no exterior, muitas no setor de petróleo, porque tinha trabalhado na Esso. Também fui procurado pelo Unibanco. Quem falou comigo foi o Israel Vainboim, que acabou se tornando presidente do Unibanco anos depois. Mas, na época, ele era jovem como eu. Só que ele me chamou para trabalhar em São Paulo, e eu não tinha a mínima vontade de me mudar para São Paulo. Só queria se fosse algo no Rio de Janeiro. Por isso não deu certo. Depois de um tempo, o Israel voltou a me ligar com uma oportunidade no Rio e acabei ficando dez anos no Unibanco. Trabalhei em praticamente todas as áreas do banco. Comecei na área de crédito, depois desenvolvi a empresa de leasing e me tornei diretor dessa área. Posteriormente, fui diretor do banco de investimento e diretor do banco comercial.

No Unibanco, tinha contato com o pessoal do banco Garantia e acabei conhecendo o Luiz Cezar Fernandes, que era um dos sócios do Garantia. Certo dia ele me procurou e propôs que fizéssemos uma sociedade para comprar uma participação pequena no banco de investimento Credibanco.³ Não aceitei. Disse que a única coisa que estudaria fazer seria um negócio em que tivesse uma participação expressiva e pudesse participar do comando. Acabou acontecendo. Em dezembro de 1983, o Luiz Cezar, eu, o Paulo Guedes e o Renato Bronfman fundamos o Pactual, que na época era uma distribuidora de valores no Rio de Janeiro. O Paulo Guedes, que estava no Ibmecc, foi chamado para ser o economista do banco. O Renato havia trabalhado no Unibanco, onde o conheci, e estava no Credibanco. Comecei a fazer a gestão da carteira própria de investimentos do Pactual e, em seguida, da carteira de clientes. Foi a primeira vez que trabalhei na área de investimentos.

Bastava saber fazer conta para ganhar dinheiro

Inicialmente, o Pactual funcionava como um banco de investimento, estruturando operações de fusões e aquisições de empresas ou algum financiamento mais sofisticado, por exemplo. Faltava esse tipo de instituição no Brasil e queríamos crescer nesse

segmento. Mas percebemos que o brasileiro era refratário à ideia de pagar a um terceiro para estruturar uma operação. Se uma empresa queria comprar outra, negociava direto. Ficou claro que seria complicado ter um fluxo recorrente de receitas atuando dessa forma, então montei uma mesa de operações para investir nos mercados de ações e renda fixa e tentar gerar receita.

Tive muita sorte porque o mercado havia acabado de sair de uma fase muito ruim. O país quebrou em 1982 e teve de fechar um acordo com o FMI para reestruturar sua dívida externa.⁴ Como consequência, os preços das ações estavam muito depreciados, então era um bom momento para investir. Comecei a comprar ações para o Pactual em 1984 e vi que havia oportunidades incríveis. Depois do acordo com o FMI, o pior havia passado e era uma questão de fazer contas para concluir que as empresas estavam muito baratas na bolsa. Pouca gente viu isso porque o mercado era cru naquela época. A imensa maioria dos analistas e investidores não tinha as noções básicas do funcionamento do mercado financeiro: mal sabia fazer conta, quanto mais entender os fundamentos das empresas e projetar resultados. Então, minha vantagem comparativa era grande. Comprei papéis da Vale e de uma série de companhias privadas cujo preço foi multiplicado por trinta entre 1984 e o Plano Cruzado, em 1986.

Minha estratégia era ir pulando de uma ação para outra: quando via que uma ação tinha subido demais, vendia, comprava outra desvalorizada e assim por diante. Hoje seria impossível fazer isso, porque há muitos investidores qualificados no mercado, que entendem quais são as boas oportunidades e podem comprar as ações antes de mim. Mas, na época, deu certo. Ganhamos muito dinheiro na bolsa e conseguimos comprar a carta patente que permitia que nos tornássemos um banco de investimento. Isso durou até 1986, quando o governo lançou o Plano Cruzado com o objetivo de tentar controlar a hiperinflação.⁵

O Plano Cruzado acabou sendo o pico de um movimento de alta da bolsa, que tinha começado em 1983. Depois disso, o mercado caiu por anos. No início, havia alguns economistas e investidores otimistas com o pacote. Como eu achava que o plano seria um fracasso, decidi vender todas as ações que tinha um mês depois de o pacote ser anunciado — e antes que a desvalorização da bolsa começasse para valer. Consegui vender a preços ótimos, com grandes lucros. O período de 1987 a 1990 foi muito difícil, então fizemos poucos investimentos relevantes e mais operações táticas, de curto prazo.

Justamente nessa época, o George Soros⁶ decidiu investir no Brasil por meio do

Pactual. Conheci o Soros por acaso em 1984, quando ele visitou o Ibmecc e disse que não entendia por que estávamos fundando um banco se o Brasil ia quebrar. Argumentei que dava para ganhar dinheiro em qualquer situação. Acho que ele ficou com isso na cabeça, porque, quando resolveu investir no Brasil em 1987, me procurou. Eu não sabia, mas ele também tinha procurado outras duas instituições. Uns dois meses depois, eu disse que queria devolver o dinheiro que ele havia me mandado, porque o mercado estava muito ruim. Ele ficou surpreso, mas concordou. As outras duas instituições fizeram investimentos que deram errado. Como eu não fiz nada, não perdi o dinheiro dele.

O Soros voltou a me procurar em 1992, e aí o banco começou a gerir uma carteira de ações para ele que ia crescendo gradativamente. Ganhei muito dinheiro para ele. Naquela época, os grandes investidores estrangeiros não conheciam direito o Brasil, então escolhiam alguns gestores para cuidar da carteira deles no país. Além do Soros, tínhamos como clientes o Michael Steinhardt e o Jack Nash, que eram a elite do segmento de fundos de hedge (proteção cambial) nos Estados Unidos.

Nosso maior sucesso aconteceu entre 1990 e 1992. A bolsa teve uma desvalorização de 70% em dólares em 1990 em razão de outro pacote econômico, o Plano Collor, que congelou depósitos e tirou a liquidez do mercado. Mas, na virada de 1991, foram editadas leis que permitiram investimentos estrangeiros na bolsa brasileira. Achei que isso poderia dar um empurrão no mercado, então comecei a comprar ações da Telebras, que era a estatal de telefonia do país. As ações estavam muito baratas⁷ e, além disso, falava-se que o banco Merrill Lynch planejava fazer uma oferta de ADRs da Telebras na bolsa de Nova York, o que aumentaria a demanda pelas ações da companhia. Na minha visão, essas informações faziam com que a relação risco-retorno da ação ficasse bastante distorcida a favor do investidor. Então, valia a pena fazer um grande investimento. Cheguei a aplicar mais de 100% do patrimônio do banco nos papéis da empresa, na bolsa e no mercado de opções,⁸ e recheei as carteiras dos clientes com ações da Telebras. Essa operação deu um lucro extraordinário. O rendimento médio das carteiras dos clientes naquele ano foi de 540%, em dólares. O patrimônio do banco cresceu mais do que isso porque assumimos um risco maior no mercado de opções. Foi realmente quando o banco cresceu muito e mudou de patamar.

A fórmula da fortuna

O caso da Telebras é um bom exemplo de como penso ao investir. Ninguém pode prever o futuro, então não adianta ficar tentando fazer projeções. O fundamental é analisar as probabilidades de ganhar e perder dinheiro em diferentes cenários — e ir ajustando-as ao longo do tempo, à medida que a situação muda. Nunca sei o que vai cair e subir, por isso tento me adaptar.

Tenho uma carteira de investimentos permanente e outra variável. A permanente reúne os ativos que acredito que podem dar retorno no médio prazo. A variável reúne as operações táticas, cujo objetivo é aproveitar alguma distorção de preço no mercado. É possível ganhar dinheiro quando a bolsa cai, mas os ganhos que realmente fazem a diferença são gerados quando o mercado sobe. É preciso, portanto, ficar atento para tentar descobrir quando dá para comprar uma ação barata que tenha potencial de valorização. Nos raros momentos em que isso acontece — como no caso da Telebras —, faço investimentos bem grandes.

No dia a dia, o investidor deve se preocupar em administrar seu patrimônio. Para conseguir acumular capital ao longo do tempo, não pode ficar simplesmente pulando de investimento em investimento atrás de uma grande tacada. Precisa de uma estratégia cujo objetivo seja gerar retornos consistentes. A melhor maneira de fazer isso é dividir seus recursos entre aplicações de maior e menor risco — e estimar quanto é possível perder em cada uma delas. A meta deve ser aumentar o patrimônio mesmo se alguma estratégia der errado. É o que alguns profissionais do mercado chamam de “fórmula da fortuna”. O conselho também vale na hora de escolher gestores de fundos. Há fundos mais ou menos agressivos, mas cuidado com aqueles que são muito voláteis. É preciso ver se o gestor tem a capacidade de gerar retornos consistentes no longo prazo. Quem ganha dinheiro apenas quando o mercado vai bem não é um bom gestor, só sabe seguir a onda.

Todo investidor perde dinheiro, porque investir é um jogo de tentativa e erro. Algumas apostas dão certo, outras não. Faz parte do processo. Mas, para acumular patrimônio, é preciso evitar os grandes riscos que possam levá-lo à ruína financeira. Como já contei, tomei a decisão de vender todas as ações da carteira do Pactual logo após o Plano Cruzado, em 1986. A bolsa despencou naquele ano e, em dezembro de 1986, achei que era hora de comprar. Investi em opções que me davam o direito de comprar ações da Vale em janeiro de 1987 por um preço que eu considerava baixo. Se isso acontecesse, eu revenderia as ações no mercado por um preço maior. As ações

valorizaram quando eu fui exercer as opções, mas isso aconteceu porque quem tinha de vendê-las para mim foi comprá-las no mercado, o que gerou a alta dos preços. Assim que recebi os papéis, os preços caíram e tive prejuízo. Foi ruim, mas não foi dramático, porque essa operação representava uma parte pequena do meu portfólio. O prejuízo correspondeu a menos de 5% do lucro que eu havia tido em 1986.

Sair do buraco é muito mais difícil do que avançar. Por exemplo: se você aplicou cem reais e perdeu 50%, precisa conseguir um retorno de 100% para voltar ao capital original. Da mesma forma, se conseguiu um rendimento de 20% para esses cem reais no primeiro ano, mas perdeu 20% no segundo, ficou no negativo, porque uma perda de 20% transforma os 120 reais em 96 reais. Muita gente nem faz essas contas.

“Se você está certo na hora errada, está errado”

Saí do Pactual em 1998 porque me afastei intelectualmente do Luiz Cezar — nós dois éramos os principais acionistas do banco. Ele começou a fazer investimentos fora do mercado financeiro, com resultados duvidosos, e queria transformar o Pactual num banco de varejo. Fui radicalmente contra principalmente porque não existia competência interna no Pactual para fazer varejo. Deixei de me sentir à vontade ali e resolvi sair da sociedade. Vendi toda a minha participação no banco e montei a gestora de fundos JGP com outros sócios do Pactual que decidiram deixar o banco na mesma época e pelos mesmos motivos. Queríamos montar um negócio sem a perturbação que estávamos tendo no Pactual.

Na JGP, decidimos correr menos riscos. Os recursos dos sócios estão investidos com os dos clientes dos fundos, e nosso grande objetivo passou a ser proteger o patrimônio dos clientes e proporcionar um retorno seguro para eles. Não queríamos mais fazer aquelas operações arriscadas da época do Pactual e, além disso, como o mercado se sofisticou, as oportunidades óbvias desapareceram.

Tenho um escritório ao lado do meu quarto, em casa. Nunca fiquei acordado a noite toda, mas, quando estava no Pactual, costumava acordar com alguma frequência para checar minhas posições. Hoje, acordo quando tenho alguma posição grande, senão durmo normalmente e programo ordens eletrônicas de compra ou de venda de ativos, se for necessário, o que não era possível naquela época. É preciso dormir um mínimo de horas por noite para se sentir bem e ficar saudável. Não dormir, ou interromper o sono

durante a noite, é muito nocivo à saúde. Se você não consegue ganhar dinheiro durante as horas em que está acordado, há um problema.

Para se dar bem no mercado, é preciso ser contracíclico, ou seja, comprar na baixa e vender na alta, uma coisa facilíssima de falar, mas muito difícil de fazer, porque a pressão contrária é enorme. O gestor de fundos que é pessimista em um mercado de alta é apedrejado, assim como o gestor otimista no mercado de baixa é apedrejado. Se você estiver certo na hora errada, você está errado. No ano 2000, quando houve aquela euforia com as empresas de internet nos Estados Unidos, os gestores que se recusaram a investir nessas companhias, porque eram mais conservadores e não entendiam por que as ações de uma empresinha criada ontem custavam tão caro, sofreram uma onda de saques. Foram criticados, vistos como ultrapassados. No final, estavam certos, porque muitas dessas empresas quebraram. Senti essa pressão até na JGP. Alguns sócios queriam fazer investimentos de *private equity* em internet, resisti bravamente, mas acabei deixando o pessoal fazer. Aplicamos uma mixaria nesse setor e virou tudo pó. E, claro, o responsável por isso saiu da JGP.

Tenho cinco filhos. Tentei colocar ao menos um deles no mercado financeiro, mas nenhum quis. E, se quisessem, não poderiam trabalhar na JGP. Numa empresa familiar, tudo bem ter seus filhos trabalhando com você. Num sistema meritocrático como o da JGP, não dá, porque se cria um problema de percepção. Se o filho do dono for bem, sempre vão achar que ele está sendo favorecido. Se for mal, vão dizer que não foi demitido por causa do papai. É ruim para o próprio filho e pode criar um ambiente em que os funcionários talentosos sintam que não têm chance de crescer porque não são parentes. Para perpetuar a empresa, tenho sócios, que podem tocar a JGP no futuro. Foi o que aconteceu com o Pactual. A primeira geração saiu e a segunda tocou os negócios.

A JGP tem atualmente cem funcionários e quinze sócios.

Os banqueiros centrais viraram um problema

O crescimento econômico depende muito da demografia, que é desfavorável na maioria dos países ocidentais. A população está envelhecendo e crescendo bem devagar e infelizmente a produtividade também está caindo. Isso faz com que o PIB potencial seja baixo. Os governos têm feito de tudo para evitar que haja recessão, e muitos têm contado com a ajuda dos bancos centrais. A meta dos banqueiros centrais tem sido

evitar qualquer desvalorização nos mercados. Agem para sustentar os preços das ações porque acreditam que o efeito riqueza gerado pela bolsa pode impulsionar o consumo e, assim, a economia. Como são muitos banqueiros centrais se mexendo, reduzindo os juros ou injetando recursos na economia, a incerteza é grande.

Esse tipo de atuação também gera distorções cumulativas. Quando os juros ficam baixos por muito tempo, as pessoas acabam sendo forçadas a assumir riscos que normalmente não assumiriam para tentar remunerar seu capital. Ou se sentem tranquilas para fazer empréstimos. Se o cenário mudar — vamos supor que o banco central americano decida aumentar os juros porque o desemprego caiu —, quem está endividado ou tem investimentos em ativos de alto risco pode sofrer.

Tivemos esse problema no Brasil na década passada. Houve um excesso de otimismo, porque a economia estava crescendo e os juros foram reduzidos artificialmente para manter esse crescimento. Assim, as famílias e as empresas se endividaram e, quando a música parou, algumas dívidas se mostraram impagáveis. Também virou moda comprar imóveis na planta para revender com lucro lá na frente. Só que, quando muitos desses imóveis ficaram prontos, a demanda não estava mais lá. Muitos compradores ficaram inadimplentes e quase todas as grandes incorporadoras do país quebraram e tiveram de se reestruturar.

É uma grande ilusão imaginar que os governos conseguem direcionar a atividade econômica. Podem conseguir em intervalos curtos de tempo. Mas, como mostra a crise de 2015 no Brasil, quando esse suporte artificial cai, as consequências são desagradáveis.

COMO FAZER BONS INVESTIMENTOS

O que é mais relevante, na opinião de André Jakurski

- 1 Divida seus recursos entre investimentos de maior e menor risco. O objetivo deve ser aumentar o patrimônio mesmo se alguma estratégia der errado.
- 2 Calcule quanto pode perder em cada investimento. Fuja dos riscos que podem dilapidar seu patrimônio.

- 3 Ninguém consegue prever o futuro. Em vez de fazer projeções, calcule as probabilidades de ganhar ou perder dinheiro em diferentes cenários.
- 4 Procure gestores de fundos que consigam gerar retornos consistentes no longo prazo. É fácil ganhar dinheiro quando o mercado vai bem.

LIVROS INDICADOS

Security Analysis

Benjamin Graham e David Dodd

Technical Analysis of the Financial Markets

John Murphy

“Esses dois livros ajudam a formar a base fundamentalista e técnica que todo investidor precisa ter antes de começar a aplicar seu dinheiro. Ensinam fórmulas e métodos de análise de empresas e investimentos em vários ativos.”

Reminiscences of a Stock Market Operator

Edwin Lefèvre

“Conta a história de Jesse Livermore, um grande especulador americano da virada do século XX, que ganhou fortunas, mas também perdeu fortunas porque era um jogador e não um investidor. Mostra, pelo avesso, por que é importante administrar o patrimônio antes de sair aplicando.”

The Battle for Investment Survival

Gerald Loeb

“É um clássico escrito originalmente em 1935 que dá uma série de exemplos de investimentos e mostra suas consequências.”

Fortune's Formula

William Poundstone

“Apresenta a fórmula que mostra como escolher e dimensionar os investimentos em

diferentes ativos evitando a ruína financeira.”

1 Em 31/12/2015.

2 Nome comercial da companhia de combustíveis ExxonMobil. No Brasil, a rede Esso foi comprada pela Cosan em 2008.

3 O Credibanco foi comprado pelo Unibanco no ano 2000.

4 A crise começou com o forte aumento do preço internacional do petróleo, na década de 1970, que provocou a desaceleração da economia mundial e uma contração do crédito nos bancos internacionais. Os efeitos foram desastrosos para a maioria dos países da América Latina, que tinham elevadas dívidas externas. O México decretou moratória em 1982 e, depois disso, governos latino-americanos e seus credores passaram a negociar a rolagem das dívidas, o que começou a acontecer em 1983 com a ajuda do Fundo Monetário Internacional (FMI).

5 O Plano Cruzado estabelecia, entre outras coisas, o congelamento de preços, o que acabou criando um mercado paralelo de produtos.

6 Investidor húngaro-americano que geriu um dos fundos multimercados mais rentáveis do mundo.

7 O índice preço-lucro da Telebras nessa época era de apenas 0,5 vez. Esse índice mede a relação entre o preço da ação e o lucro por ação de uma empresa. Quanto menor, mais barata está a ação. O índice preço-lucro do Ibovespa em 2015 estava em cerca de quinze vezes

8 O mercado de opções permite que o investidor compre o direito de adquirir ou de vender uma ação no futuro por um preço predeterminado.

CAPÍTULO 2

Antonio Bonchristiano

É presidente executivo e membro do conselho de administração da gestora de fundos de private equity GP Investimentos. Fundada em 1993, a GP já investiu cerca de 5 bilhões de dólares¹ em mais de cinquenta empresas. Bonchristiano integrou o conselho de administração de diversas dessas empresas, entre elas a companhia de logística ALL, a rede de ensino Estácio, a incorporadora Gafisa e o site de comércio eletrônico Submarino. Atualmente, é conselheiro da fabricante de bebidas Ambev. Antes da GP, trabalhou no banco Salomon Brothers em Londres e Nova York. Aos 23 anos, tornou-se sócio da Johnston Associates, empresa de consultoria financeira com sede em Londres. Foi eleito Young Global Leader pelo World Economic Forum e está no conselho de várias entidades sem fins lucrativos, como a Fundação Estudar, a Fundação Bienal de São Paulo, o Museu de Arte de São Paulo e a John Carter Brown Library, de Boston. É bacharel em política, filosofia e economia pela Universidade Oxford e tem 48 anos.

“Queria ser matemático”

Decidi terminar o colegial² em Londres e fui ficando por lá, por inércia mesmo. Fiz faculdade e, em 1987, comecei a trabalhar no mercado financeiro, no banco Salomon Brothers.³ Também passei um período no Salomon em Nova York. Esse período em Nova York foi o mais interessante, especialmente em termos de estilo e ética de trabalho. Era uma jornada escrava: chegava a passar cem horas por semana no escritório. Faz a conta, é hora pra caramba. Naquela época, isso não existia no Brasil, então me ajudou a criar um padrão, uma cultura de dedicação, foco, velocidade e, claro, qualidade. Hoje, isso é mais comum aqui. Voltei a Londres para trabalhar numa

butique financeira, a Johnston Associates, e me tornei sócio no começo dos anos 1990. Tinha 23 anos. Um dos grandes investidores da Johnston era o fundo soberano do Kuwait.⁴ Fizemos muitas operações para eles, como investimentos diretos na Península Ibérica e na Itália. Mas veio a Guerra do Kuwait e, basicamente, todo o dinheiro que o governo tinha fora do país, incluindo o do fundo soberano, foi usado para financiar a guerra. Toda a atividade de investimentos parou, então não havia por que manter tanta dedicação a esse cliente. Eu e meus sócios decidimos desfazer a sociedade. Eles foram para uma grande companhia, eu tinha vindo de uma, não queria voltar, queria fazer algo empreendedor. Passei um tempo em Hong Kong, depois no vale do Silício⁵ e, em 1992, resolvi voltar ao Brasil. Depois de dez anos fora, pensei: ou volto agora ou fico aqui de vez. Se eu começasse a namorar uma inglesa, não voltaria mais, certo? Aqui, entrei para a GP Investimentos, uma gestora de fundos de *private equity*⁶ que estava sendo criada naquele momento.

Já conhecia o pessoal da GP que tinha vindo do banco Garantia, porque, numa das férias de Nova York, vim ao Brasil e fui conhecer o banco. Eles me fizeram uma oferta de emprego, eu acabei decidindo ficar em Nova York, mas, ali, criou-se um vínculo. Sempre que o Fernando Prado, um dos sócios do Garantia, ia a Nova York, me convidava para almoçar ou jantar. Em Londres, era a mesma coisa. Então, quando decidi voltar, a primeira coisa que fiz foi ligar para ele. Disse que queria trabalhar em algo empreendedor e ele me apresentou o Beto Sicupira.⁷ Por um ato de extrema falta de imaginação, estou na GP há vinte anos. Acho que, se não tivesse ido para o mercado financeiro, seria matemático. É meu sonho não realizado. Sempre quis estudar e ser um matemático puro, trabalhando sozinho num escritório qualquer, pensando coisas mirabolantes.

A GP tem vários casos de sucesso e vários de insucesso, o que acho bastante normal, diga-se de passagem. O investidor que só tem casos de sucesso é perigoso, porque o insucesso está por vir. Um projeto que me marcou foi o investimento no supermercado Paes Mendonça, da Bahia, que tinha sido vendido para uma empresa que passava por dificuldades e quebrou. Compramos o Paes Mendonça da massa falida. Essa empresa tinha mudado o nome do supermercado para Unimar e nós mudamos para Supermar. Em 1994, fui trabalhar lá, como diretor financeiro. Faz parte da cultura do Beto, do Jorge Paulo Lemann e do Marcel Telles — que eram os principais sócios da GP na época — dar responsabilidades para as pessoas antes de elas estarem preparadas, fazer uma aposta e assumir o risco. Foi uma experiência marcante, mas muito dura. A empresa

tinha 9 mil funcionários. Depois de uma série de cálculos, a gente achava que devia demitir 3 mil e trocar outros 3 mil. Ou seja, demitimos 6 mil e contratamos 3 mil, uma coisa traumática.

O lado positivo é que a operação era toda concentrada em Salvador, o que facilitava a logística e a gestão. Eram cinquenta lojas, entre supermercados e hipermercados. Criamos uma infraestrutura de tecnologia a partir do zero, porque a empresa não tinha nada, fechamos algumas lojas, abrimos outras, reformulamos. Também renegociamos com os credores. Depois disso, conseguimos revender a companhia em dois anos. Foi um negócio rápido — em geral, os fundos de *private equity* mantêm as empresas por cinco a oito anos — e lucrativo. Multiplicamos o capital investido por cinco vezes nesse período curto.

Um rendimento de 900%

O investimento no Submarino⁸ aconteceu cinco anos depois, em 1999. Não era um projeto de consertar, como no caso do Paes Mendonça, mas de começar do zero. Acho que essa experiência de criação — que talvez um artista tenha — o empresário tem na hora de montar seu negócio. É como um filho, uma concepção sua. Naquela época, a maioria das pessoas não tinha segurança em pagar com cartão de crédito pela internet. Fomos vencendo isso aos poucos, com muita propaganda, e acabamos criando uma marca forte. A vantagem é que, nesse período, do boom de internet, os estrangeiros estavam com muito apetite para investir no Brasil. Era algo que nunca tinha acontecido, e só foi se repetir entre 2005 e 2007, com aquela euforia de aberturas de capital na Bovespa. Havia capital para qualquer coisa, num país onde nunca houve capital para nada. Foi interessante ver como os empresários locais reagiram a isso: de repente, aquele obstáculo terrível que existia para quem queria empreender, que era a falta de recursos, estava sendo removido.

A GP fez quinze investimentos relacionados à internet, e o Submarino foi o melhor deles. Nesses quinze negócios, colocamos cerca de 100 milhões de dólares e ganhamos 300 milhões. Só no Submarino, investimos 20 milhões de dólares e tiramos 200 milhões, um retorno de 900% em seis anos. Não é um retorno anormal, porque, no nosso tipo de estratégia, em geral 80% dos investimentos não dão nada, dois ou três empatam e um dá um ganho muito grande. Mas é muito bom. Após a nossa saída, em

2006, o Submarino, que já tinha se unido à Americanas.com, passou a ter uma série de dificuldades operacionais e estratégicas, o que é triste.

Depois do Submarino, desistimos de investir em empresas iniciantes. Esse tipo de investimento funciona bem num país em que não há o estigma de ter fundado ou trabalhado numa empresa que não deu certo. O negócio de tecnologia, de *startup*, parte do pressuposto de que a maioria das empresas não vai dar certo. Mas, aqui, o arcabouço jurídico e o funcionamento do sistema bancário são refratários à ideia da falência. Devíamos ser refratários à ideia da falência fraudulenta. Claro, se o cara roubou, tem que ser responsabilizado. Caso contrário, faz parte do capitalismo. Mas no Brasil, além de viver com o estigma do fracasso, o empresário vive o inferno de ter que lidar com um passivo trabalhista e fiscal por anos a fio. É muita neurose. É uma pena, porque o setor de tecnologia nos Estados Unidos é onde têm acontecido as grandes inovações e também as grandes histórias de sucesso e crescimento empresarial. As maiores criações de valor da última década foram protagonizadas por empresas do vale do Silício. Além disso, as mudanças provocadas pela tecnologia, principalmente pela internet, foram amplificadas e tiveram impacto em diversas indústrias. Mas investir nessas companhias, no Brasil, é algo complicado.

Acidente de avião

Sempre que olhamos um negócio, fazemos algumas perguntas básicas: por que vou investir nessa empresa? Ela pode crescer de forma acelerada? O que meu investimento vai permitir? Como meus recursos e meu apoio em gestão vão fazer com que ela cresça mais? Qual é o hedge? Com isso definimos se é uma história de crescimento ou de reestruturação. Se for crescimento, é orgânico ou via aquisições? Outra questão fundamental é: quem é que vai fazer? Não basta um número, ou um projeto. É preciso definir a equipe que cuidará da execução para atingir os resultados esperados. Pode ser o time que está lá na empresa, ou pode ser um time novo que você vai trazer. Mas isso precisa estar claro desde o início. Buscamos, sempre, melhorar a rentabilidade, o que pode acontecer via redução de custos, aumento de lucro ou ambos.

Só é possível medir se um investimento foi bom ou ruim no dia em que você decide vender — ou é obrigado a vender, por alguma razão. No meio do caminho, há muitos altos e baixos. Mas ninguém vai querer comprar um mico de você. Nesse caso, melhor

admitir que tomou a decisão errada, que a empresa não era aquilo que você achava, e vender. Você não vai vender quando quiser, mas quando puder — e por quanto pagarem. Melhor isso do que ficar gastando tempo com algo que não é uma oportunidade. Quando um investimento dá errado, na maioria das vezes não ocorre apenas um problema, mas uma combinação deles. É como acidente de avião: em geral acontece à noite, com chuva, o piloto está cansado, há alguma falha mecânica. Os erros mais comuns que cometemos ao investir foram fazer uma análise setorial ruim, falhar na *due diligence*,⁹ ter uma estrutura de capital fraca e manter uma equipe inadequada.

Fizemos alguns investimentos em 2007 e 2008 que claramente foram ruins. Foram os aportes na LBR, Imbra e San Antonio.¹⁰ Preferia não ter feito nenhum deles. Cada um desses erros tem uma explicação, mas, de forma geral, se tivéssemos realizado uma análise melhor, provavelmente teríamos ficado de fora. Esses anos foram um período de euforia com o Brasil: a economia estava indo bem, muitos investidores queriam aplicar aqui. Além disso, nosso histórico de investimentos era bom. Acho que isso nos deu autoconfiança demais e acabou tirando um pouco da disciplina que é necessária nesse mercado. A crença de que se é capaz de enfrentar qualquer desafio, geralmente, causa problemas. Mas o fato é que todo investidor erra. O importante é aprender com os erros e tentar evitá-los no futuro. Desde então, melhoramos muito a nossa disciplina e a profundidade das análises. Tanto é que os investimentos que fizemos desde então foram excelentes. Vendemos duas empresas, a Sascar e a BR Towers, num bom momento, no início de 2014, por bons preços.¹¹

Em determinados períodos, comprar ações das empresas na bolsa é mais interessante do que investir via *private equity*. Logo após aquele boom de aberturas de capital, os papéis de companhias como Gafisa (incorporadora), Hypermarcas (fabricante de bens de consumo), Minerva (frigorífico) e Estácio (rede de ensino) subiram mais de 100%. Sem nenhum trabalho de gestão, além da decisão de compra. Mas é uma aposta na capacidade da equipe de entregar o resultado que prometeu. Em *private equity*, é diferente — especialmente da forma que fazemos. Somos mais atuantes e, assim, participamos ativamente da execução para chegar ao resultado. Nem sempre dá certo, claro, mas estamos presentes, temos controle sobre o que vai acontecer. Nesse sentido, é menos arriscado, porque não dependemos de terceiros.

As melhores ferramentas para consertar empresas

Lidar com o empreendedor, o dono do negócio em que investimos, é uma parte muito interessante do trabalho. O desafio é trabalhar junto tendo perspectivas diferentes. O fundo de *private equity*, num determinado momento, tem de vender sua participação e sair do negócio, para remunerar os cotistas que colocaram o dinheiro no fundo. Funciona assim. Já o empreendedor, por definição, não pode querer sair. Ele toma decisões de forma diferente, com horizontes de tempo diferentes, porque suas preocupações são outras. Para essa dinâmica não virar um problema, a governança deve ser trabalhada. É preciso definir os direitos de cada um e a capacidade de impor determinadas decisões. Para o fundo, é importante poder sair quando quiser. O outro aspecto é como gerenciar o dia a dia. Primeiro, o empreendedor não pode ver o investidor como um chato, nem como alguém que só está trazendo dinheiro. Ele precisa ver que esse ônus traz vantagens, como a possibilidade de conhecer conceitos novos, trocar experiências, discutir projetos e estratégia. Dizemos para o empresário: a coisa menos importante que vou trazer é capital. O que vai fazer diferença, de fato, é todo o conhecimento acumulado em vinte anos de GP. Mais a herança de gestão que a gente teve dos nossos fundadores. É assim que a gente se posiciona. Para ser respeitado, o investidor precisa realmente agregar valor.

Nosso modelo de gestão não foi criado por nós. É fruto de uma cultura que começou no banco Garantia e foi transportada para as empresas, especialmente para a cervejaria Brahma.¹² Acho que tudo o que a GP fez é fruto de um aprendizado que teve início na Brahma. Um dos pilares desse modelo é acreditar que as pessoas são fundamentais para o sucesso de qualquer empreendimento. O outro é instituir, de verdade, a meritocracia e estar disposto a dividir o sucesso, recompensando os melhores. Do ponto de vista de gestão, usamos uma série de ferramentas que estão disponíveis no mercado, como o orçamento base zero.¹³ Não inventamos isso, ele foi criado pela Marinha americana. Os conceitos estão por aí, mas nós somos sistemáticos ao aplicá-los. O interessante é que, hoje, há mais pessoas fazendo isso. Gente que saiu da Ambev, por exemplo, e carrega essa cultura, esse estilo de gestão, para outras empresas.

Quando compramos o controle de uma empresa, temos um conjunto de ferramentas para usar, para consertar ou melhorar a companhia, que sabemos que dão resultado. Mas isso não quer dizer que a gente precise, necessariamente, ter o controle de tudo. Na verdade, o sonho de qualquer investidor é aplicar o dinheiro, não fazer nada e, um belo dia, receber o capital de volta com lucro. É melhor que ficar lá trabalhando. O difícil é

encontrar esse tipo de oportunidade. Mas está começando a aparecer. O Brasil mudou muito nos últimos vinte anos e os empresários estão mais capacitados, mais transparentes, preocupados com a gestão. Essa onda de aberturas de capital, entre 2006 e 2011, apesar dos problemas, teve um efeito transformador importante. O empreendedor percebeu que há vantagens em ser correto: ele pode captar recursos com investidores.

Com esse pano de fundo, decidimos investir na Centauro, que é a maior rede de artigos esportivos da América Latina, sem ter o controle. Em primeiro lugar, o que a Centauro tem de diferente de outras empresas é uma dominância de mercado, uma relevância que não se vê em outros segmentos de vestuário. Por exemplo: varejistas como C&A e Lojas Renner, que são excelentes empresas, competem entre si. Ser grande em seu mercado traz uma série de benefícios na hora de negociar espaço com donos de shoppings e preços com fornecedores, por exemplo. Além disso, a escala permite importar produtos da China e investir para desenvolver uma marca própria. Isso costuma fazer com que a empresa tenha bons resultados mesmo em cenários adversos, como foi o ano de 2015. Muitas varejistas tiveram resultados ruins em 2015, o que é esperado num momento de contração econômica. Mas a Centauro manteve o desempenho positivo. Outra vantagem da empresa é o fato de ter uma gestão excelente. Sebastião Bomfim, o fundador, é excepcional, um inovador, e tem vontade de crescer, de melhorar ainda mais. Claramente, ele quer que a gente o ajude. Apesar de não termos o controle, não somos um sócio minoritário sem direitos. Temos um acordo de acionistas muito bem trabalhado que nos dá o conforto de poder influenciar o negócio.

A abertura de capital da GP

Decidimos abrir o capital da GP em 2006 a fim de levantar recursos para substituir o capital do Jorge Paulo Lemann, do Marcel Telles e do Beto Sicupira, que fundaram a empresa em 1992, mas resolveram sair depois de dez anos. Eles saíram para tocar a Ambev, que havia tomado uma dimensão que eles não imaginavam que tomaria. Além disso, queriam deixar um legado. Queriam que a segunda geração, da qual eu faço parte, pudesse tocar o negócio. Então compramos o controle em 2003, mas não tínhamos a quantidade de recursos dos fundadores. Por isso fomos ao mercado levantar dinheiro. Esse capital foi investido nos fundos da GP, para que a gestora pudesse

comprar companhias. Naquela época, já tínhamos um histórico de sucesso de aberturas de capital de empresas em que investíamos, como Gafisa e Submarino, o que ajudou quando decidimos fazer nossa operação. Além disso, era um momento de mercado bastante favorável. Havia muitos investidores dispostos a colocar dinheiro em projetos diferentes no Brasil.

Um aspecto complicado de ser uma empresa aberta tendo um horizonte de investimento de mais longo prazo é ter de prestar informações ao mercado a cada três meses. E isso não deve mudar. É uma exigência regulatória. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) não vai abrir exceções. No mundo todo, a tendência, atualmente, é exigir mais transparência e mais informações das empresas, não menos. Nossos concorrentes, em sua maioria, são fundos privados, que só precisam avisar seus cotistas. Quando eu fecho uma transação, tenho de vir a público e informar, o que pode gerar alguns inconvenientes. Quando investimos numa empresa de torres de celular, por exemplo, dois meses depois já havia outros investidores entrando nesse setor. Mas, é claro, sabíamos que seria assim e fomos em frente, porque a vantagem de ter capital de terceiros, permanente, para manter a GP é maior. Dá mais sustentação ao negócio e permitiu que lançássemos novos fundos. A GP, entre patrimônio e dívida, tem hoje mais de 1 bilhão de dólares investidos nos fundos. Assim, o ônus é pequeno, perto do benefício.

A GP também está em meio a um processo de diversificação. Temos uma área de investimentos imobiliários e outra de infraestrutura, separadas dos fundos de *private equity* tradicionais. Estou à frente disso, contratando pessoas e levantando recursos. Além disso, precisamos gerir melhor a GP como empresa aberta: reforçar o relacionamento com os investidores, administrar o caixa, cuidar da tesouraria. Outro sócio, o Fersen Lambranco,¹⁴ está liderando esse processo. Eu e o Fersen fazemos uma divisão meio natural do trabalho, que costuma valer por uns dois anos, depois revemos.

As gestoras de fundos de *private equity*, em geral, não têm uma estrutura para treinar funcionários. Contratam quem já tem uma bagagem e pode sair rodando. Por isso, acho que a passagem por um banco de investimentos ou por uma empresa de consultoria é uma forma interessante de se preparar para entrar no setor de *private equity*. Outro aspecto importante é pensar nas habilidades que um analista de investimento tem. Ele deve conhecer setores, investidores, empreendedores. Além disso, precisa acompanhar o mercado, saber quais setores estão crescendo e por quais razões, e como está a economia. Ou seja, deve ter a cabeça aberta. Acho também que fazer um MBA é útil,

porque dá uma noção de estratégia e estrutura organizacional. As pessoas que contratamos costumam ter esse perfil.

Contratamos de dois a quatro estagiários por ano. Eles entram na área de contabilidade antes de se formar e, uma vez formados, podem ou não ir para as áreas de negócio, responsáveis por analisar empresas e fazer investimentos. Depende do desempenho e da demanda interna.

Como sobreviver à crise

Uma maneira resumida de definir nossa atividade é: captamos recursos de investidores locais e estrangeiros para fazer aportes de longo prazo em empresas. Esses investidores estão dispostos a colocar dinheiro aqui se acreditarem no futuro do país. Há uma dúvida muito grande sobre como será a economia brasileira em 2019, 2020, e isso dificulta a decisão de fazer um investimento no longo prazo. Num momento de incertezas, trabalhamos de duas maneiras. Nas empresas em que já investimos, atuamos para que elas cortem custos, gerem caixa, sobrevivam. Já vivemos outros ciclos ruins na economia, e o importante é sobreviver para se beneficiar na recuperação. Essa é uma parte da atividade. A outra é tentar identificar oportunidades de investimento que façam sentido. Há duas possíveis vertentes. Uma delas é ser oportunista e comprar uma empresa boa por um preço baixo. Mas também é possível tentar identificar companhias ou setores da economia que conseguem crescer e entregar bons resultados mesmo num cenário adverso. Acho que é o caso de empresas ligadas ao agronegócio, que vão continuar exportando a despeito da situação econômica do Brasil. Além disso, nas crises, o real costuma desvalorizar, e as exportadoras ganham com isso. Empresas que prestam serviço para esse setor podem ser uma oportunidade interessante, dependendo do preço, claro. A indústria ligada à saúde é outra que tem potencial para crescer mesmo com a economia mais fraca, porque está ligada ao envelhecimento da população.

Não tenho nenhuma vontade de investir em empresas que prestam serviços para a Petrobras. Existe uma oportunidade no setor de petróleo? Claro, que é explorar o pré-sal, um projeto gigantesco. Mas, como investidor, o risco de estar numa empresa que tem a Petrobras como fornecedor ou cliente é alto demais, então o benefício não compensa. Ninguém sabe como estará essa empresa daqui a alguns anos.

Quem trabalha muito e viaja muito — que é minha rotina — precisa se preocupar com a saúde e com o estresse, senão morre. Eu acredito no poder de cura do esporte. Corro longas distâncias há mais de vinte anos. Minha primeira maratona foi em 1990. Precisa ter uma certa disciplina, mas é algo que ajuda a administrar o estresse e manter a forma física. Outra coisa importante é “compartimentalizar”. O que faço no escritório é trabalho. Em casa, são coisas de casa, família etc. Tento não deixar os problemas de um influenciarem os problemas da outra. Acho que os homens fazem melhor essa divisão. Minha esposa tem uma capacidade incrível de fazer várias tarefas ao mesmo tempo — bem melhor do que eu. Mas a consequência disso é que, se ela está de mau humor no trabalho, isso entra na vida pessoal — e vice-versa. Acho que separar bem é mais saudável.

COMO FAZER BONS INVESTIMENTOS

O que é mais relevante, na opinião de Antonio Bonchristiano

- 1 Só invista em algo que você compreende. Análises malfeitas ou pouco aprofundadas podem mascarar problemas e gerar prejuízos.
- 2 Faça suas pesquisas e análises por conta própria. Não siga apenas os conselhos de amigos ou parentes.
- 3 Realize investimentos de longo prazo. Só profissionais — e poucos deles — conseguem ganhar dinheiro comprando e vendendo ativamente em prazos curtos.
- 4 Aplique uma parte do patrimônio no exterior. Não há mais restrições legais para investir no exterior e há oportunidades interessantes lá fora.
- 5 Se o seu investimento deu errado, reconheça e se desfaça dele o mais rápido possível, pelo preço que pagarem. Não vale a pena gastar tempo e dinheiro com o que não é uma oportunidade.

LIVROS INDICADOS

Elon Musk

Ashlee Vance

Como o Google funciona

Eric Schmidt e Jonathan Rosenberg

“Os dois livros que mais me inspiraram recentemente são ligados ao setor de tecnologia, que é onde têm acontecido as maiores inovações e histórias de crescimento. Acho interessante ver o que os empresários desse setor fizeram e o que pode ser replicado nas empresas em que estou. Também é importante acompanhar a evolução das companhias de tecnologia, porque muitas têm a capacidade de mudar negócios tradicionais.”

1 Em 31/12/2015.

2 Nome antigo do ensino médio.

3 Em 1998, o banco foi vendido para o Traveller's Group, que por sua vez foi comprado pelo Citi.

4 Fundos soberanos são veículos de investimento criados por governos para investir as reservas internacionais do país ou recursos excedentes da arrecadação de impostos.

5 Região da Califórnia, nos Estados Unidos, onde estão sediadas algumas das principais empresas de tecnologia do mundo, como Apple, Facebook e Google.

6 Gestoras de fundos de *private equity* compram participações no capital de empresas. A GP é conhecida por investir em companhias que precisam ser reestruturadas e auxiliar na recuperação. Quando dá certo, vende sua participação ao final do processo, com lucro.

7 Carlos Alberto Sicupira era, na época, um dos principais sócios da GP, ao lado de Jorge Paulo Lemann e Marcel Telles. Hoje, o trio é sócio do 3G, fundo que controla a cervejaria AB InBev, a rede de lanchonetes Burger King e, em conjunto com o investidor Warren Buffett, a empresa de alimentos Heinz.

8 Site de comércio eletrônico que se fundiu com a Americanas.com para formar a B2W.

9 Análise que se faz antes de comprar uma empresa.

10 A LBR fabricante de produtos lácteos, está em recuperação judicial e continua no fundo da GP; a Imbra, rede de clínicas odontológicas, pediu falência em 2010 (a GP vendeu a empresa meses antes, por um real); a San Antonio, prestadora de serviço para a indústria de óleo e gás, está reestruturando sua dívida.

11 Em 2014, a GP vendeu sua participação de 49% no capital da Sascar, empresa de gestão de frotas de veículos, para o grupo Michelin, por 260 milhões de dólares; no mesmo ano, vendeu a BR Towers, companhia criada pela GP para operar torres de celulares, para a concorrente ATC, por 2,18 bilhões de reais.

12 O banco Garantia foi criado nos anos 1970 por Jorge Paulo Lemann, a partir da compra de uma corretora. Marcel Telles e Beto Sicupira se tornaram sócios do banco. Em 1989, o trio comprou a Brahma (que, em 1999, se fundiu à concorrente Antarctica, formando a Ambev).

13 É um processo de planejamento orçamentário que prevê que todas as despesas sejam discutidas e aprovadas periodicamente.

14 Fersen Lambranco é presidente do conselho de administração da GP e um dos principais sócios da empresa.

CAPÍTULO 3

Florian Bartunek

Começou a carreira no banco Pactual e, aos 25 anos, virou sócio do banco. Chefiou a área de análise de ações, a gestora de recursos, e foi responsável por um fundo de ações criado para o investidor húngaro-americano George Soros. Em 2002, fundou a Constellation, uma gestora de fundos de ações com 2 bilhões de reais de patrimônio¹ que tem, entre seus sócios, Jorge Paulo Lemann, fundador do banco Garantia, e o fundo americano Lone Pine Capital. Bartunek também é vice-presidente do Instituto ProA, uma das principais ONGs brasileiras voltadas para o ensino profissionalizante, e conselheiro da Fundação Lemann, da Fundação Estudar, do Museu de Arte de São Paulo (Masp) e do grupo educacional Somos Educação. Formou-se em administração na PUC do Rio de Janeiro e tem 46 anos.

O banco que era como um navio pirata

Estudei administração na PUC do Rio de Janeiro e meu primeiro estágio foi trabalhar na área de marketing do banco Nacional. Em 1989, vi um anúncio na PUC: BANCO PACTUAL² PROCURA ANALISTA DE INVESTIMENTOS. Como a maioria das pessoas, nunca tinha ouvido falar do Pactual. Mas gostei da ideia de analisar setores e empresas. Naquela época, minha vontade era abrir meu próprio negócio, ser empresário algum dia, e achei que essa experiência poderia ajudar. Eu era, provavelmente, o único candidato à vaga, porque o Pactual não era nada na época, então consegui o estágio. O banco tinha uns quarenta funcionários. O escritório ficava na rua Sete de Setembro, no centro do Rio: eram quatro andares de salas que foram unidas, onde habitualmente funcionavam consultórios médicos. Os principais sócios eram Luiz Cezar Fernandes, André Jakurski, Paulo Guedes e Renato Bronfman. Meu plano era passar seis meses lá, aprender e

montar meu negócio. Mas acabei ficando bem mais tempo.

O esquema do banco era o do navio pirata: todos juntos, vamos batalhar. Meu chefe era muito competente, mas não tinha a menor paciência para ensinar. Mandava fazer. Na verdade, boa parte do mercado financeiro era assim. Se o cara dava certo, ficava. Caso contrário, saía. Era cruel. Num certo momento, tive um funcionário que era surdo de um ouvido e me mandaram demiti-lo. “Ele vai ter que operar com os dois telefones no ouvido. Se é surdo de um, não vai poder operar, tira o cara.” Argumentei que ele era um analista competente, que podia ficar avaliando empresas, não precisaria operar. Mas, naquela época, todo mundo tinha de operar.³

Depois de três meses, meu chefe saiu do Pactual e foi para o Icatu, que era outro banco forte do Rio de Janeiro. Ele era o único analista do banco — eu ainda era estagiário — e o chefe dele, André Jakurski, queria contratar outro analista. Enquanto ele procurava, eu fui batalhando. Pegava os relatórios que o meu antigo chefe fazia, trocava os nomes das empresas, os números, e enviava para o André. Não tinha internet, claro, então quando as empresas divulgavam seus resultados, eu tinha de buscar os números na própria CVM. Tirava xerox, copiava à mão e fazia os modelos de análise. Também recortava as notícias que saíam sobre as companhias e colocava numa pasta: cada empresa relevante tinha sua pasta. Comecei também a ligar para as empresas, para pegar mais informações. A maioria nunca tinha recebido ligações de analistas, coisa que é corriqueira hoje. Assim, ia fazendo um relatório por dia. A qualidade não era muito boa, mas resolvia. O André acabou nunca contratando um analista e eu virei chefe do departamento geral de análise, com 22 anos. Depois de um tempo, passei também a administrar os recursos de fundos de pensão que investiam no banco.

O mercado dos cínicos e cétricos

Na década de 1980, o Michael Milken, que era um dos grandes investidores americanos na época — até ser processado e preso⁴ —, organizava uma conferência bastante disputada que se chamava Predator’s Ball. Num dado ano, acho que foi em 1986, houve um painel sobre América Latina e o Paulo Guedes foi convidado a fazer uma apresentação. Era a época do Plano Cruzado.⁵ Havia alguns economistas brasileiros otimistas com o plano, mas o Paulo estava muito pessimista. Falou que era um desastre,

que ia dar errado e que os investidores deveriam tirar dinheiro do Brasil. Isso acabou chamando a atenção de algumas pessoas na plateia, porque ele poderia tentar vender o Brasil e atrair investimentos para o banco, mas fez o contrário.

Depois dessa palestra, o George Soros⁶ procurou o Paulo e virou cliente do Pactual. Como o Soros investia no mundo todo, e há fenômenos que se repetem em diferentes mercados, ele trouxe uma abordagem diferente para o banco. Um dia, ele telefonou perguntando sobre empresas estatais de telefonia. Lembro que ele disse algo assim: “Já ganhei dinheiro em alguns países que privatizaram a telefonia. Quero investir nisso no Brasil”. Na época, tínhamos a Telebras, que só foi privatizada no fim dos anos 1990. Depois dessa dica do Soros, fomos estudar a Telebras. Fui um dos primeiros analistas a visitar a empresa. Acabamos comprando uma quantidade grande de ações e tivemos um lucro relevante. Depois de um tempo, montamos uma carteira de ações para ele, que era o portfólio George Soros. No banco, nós investíamos quase que exclusivamente em ações de grandes companhias, mas ele queria as empresas menores, que eram menos acompanhadas, mais arriscadas de certa forma, mas podiam dar retornos expressivos. Então fomos atrás dessas empresas. Criamos um fundo de ações que foi o melhor do mercado por anos, em parte porque não havia muita competição nesse nicho de empresas de menor porte.

O problema era que a bolsa era muito pequena. Só a Telebras respondia por 80% do Ibovespa. Por isso a volatilidade era enorme. Quando o ex-presidente Fernando Collor anunciou que confiscaria a poupança,⁷ a bolsa caiu 50% num só dia, porque quem tinha ações com alguma liquidez vendeu. Em 1991, houve um boato de que o Collor estava com aids e a bolsa caiu 30%. Sabe aquela capa da revista *Veja* com o irmão do Collor, Pedro, com o olho esbugalhado, denunciando todo o esquema do PC Farias? A bolsa caiu mais 20%. Em 1993, tivemos o escândalo dos anões do orçamento; em 1995, a crise do México;⁸ em 1996, teve o “o que é bom a gente mostra, o que é ruim a gente esconde”.⁹ A bolsa também caiu mais 20%. Subia um pouco e, em seguida, caía de novo. Em 1997, veio a crise da Ásia, depois a da Rússia.¹⁰ Tivemos ainda uma crise no Brasil logo depois da desvalorização cambial¹¹ e muita volatilidade antes da primeira eleição do ex-presidente Lula. Era um mercado em que o ambiente macroeconômico era mais importante para os investidores que o dia a dia das empresas. Era difícil ter uma visão de longo prazo para as empresas, porque uma mudança macro poderia alterar tudo. Era um pouco frustrante, porque, mesmo estando certo sobre a companhia, o ambiente econômico podia acabar com tudo. Por isso, ganhávamos dinheiro no curto

prazo, operando diferenças de preço. Eu ficava com dois telefones no ouvido, monitorando a Telebras o pregão inteiro. Tinha de ser vietcongue: dá um tirinho, se esconde, dá outro. Sobrevivia quem não acreditava no país, era cínico e cético.

Cliente é problema?

O Luiz Cezar Fernandes tinha um cacoete de quando foi sócio do banco Garantia, de investir nas pessoas, dar oportunidade para crescer na companhia. Num determinado momento, ele disse para mim e para o André Esteves,¹² que na época administrava um fundo de renda fixa: acho que vocês têm potencial para ser sócios em breve, então quero que participem da reunião de sócios. Fomos os primeiros não sócios a participar dessa reunião. Eu, obviamente, fiquei superanimado, porque era uma oportunidade incrível. Mas isso gerou aquela ciúmeira no restante do banco. Nós éramos os privilegiados. Em 1994, virei sócio. O banco era pequeno, então havia o sentimento de pertencimento, de chegar cedo e sair tarde para fazer o melhor trabalho. A idade média dos funcionários devia ser de uns 25 anos. Para a imensa maioria, fazer parte do banco era uma coisa especial. O lado negativo era que gerava um pouco de arrogância, e tínhamos de cuidar desse sentimento para não subir à cabeça.>

O Luiz Cezar Fernandes foi o principal fundador do Pactual. Sempre teve a cabeça de empresário. Num dado momento, o Cezar passou a acreditar que o Brasil iria dar certo e começou a fazer investimentos em empresas. Ele chegou a comprar o banco BCN sem avisar os sócios, e o BCN era um banco enorme na época. Obviamente, isso gerou um problema e ele desfez o negócio.¹³ O Cezar queria comprar outras coisas, o pessoal do banco foi contra e ele resolveu fazer sozinho. Como o banco dava lucro e distribuía dividendos aos sócios, ele pegou esse dinheiro e começou a fazer os investimentos na pessoa física. Alguns deram errado e isso teve um impacto no risco de crédito do Pactual, o que gerou um enorme desconforto entre os demais sócios. Cada um começou a ir para um lado, alguns também passaram a fazer investimentos próprios e isso quebrou a harmonia. Eles acabaram se separando. O André Jakurski saiu em 1998, e eu também.

Nessa época, um dos caras que eu mais admirava era o Jorge Paulo Lemann,¹⁴ então resolvi que queria trabalhar para ele. No final das contas, são os chefes que fazem diferença na sua carreira. Sempre achei que era melhor trabalhar com pessoas

excepcionais em qualquer lugar do que ir para um grande banco, um Goldman Sachs da vida, e ter um chefe bobalhão. Como não havia e-mail, nem whatsapp, liguei para a secretária do Jorge Paulo e disse que o Florian, do Pactual, queria falar com ele. O Garantia e o Pactual eram grandes concorrentes, então imaginei que o fato de eu ser do Pactual geraria alguma curiosidade e, por isso, ele poderia querer falar comigo. Foi o que aconteceu. Conteí o que fazia no Pactual e disse que estava saindo. Ele tinha acabado de vender o Garantia para o Credit Suisse e, por contrato, não podia abrir outro banco. Então me contou que queria montar uma empresa de investimentos para aplicar o capital dele e de conhecidos. Era uma sociedade com seus sócios no Garantia, o Marcel Telles e o Beto Sicupira. Ele fez uma proposta e eu aceitei. Mas foi um baque. Saí do Pactual, onde tinha uma equipe — economistas, cerca de vinte analistas, gente para servir cafezinho, puxando o saco —, para um ambiente em que éramos eu e o Jorge Paulo. Meu escritório era uma sala de reuniões. Era isso e “vai ganhar dinheiro”. A empresa se chamava Utor, que significa lucro em latim. O Jorge Paulo queria algo como Santo Lucro. Como ficava meio feio em português, pusemos em latim para ninguém saber o que é.

Dei sorte porque não tinha dado tempo de investir em muita coisa quando veio a crise da Rússia, em 1998, e as empresas ficaram baratas. Aí comecei a investir. A primeira ação que eu comprei caiu. Perdi uns 100 mil dólares. Fiquei sem dormir. Fui falar com o Jorge Paulo no dia seguinte, e ele: “Se não perder, não ganha, é assim mesmo. E, se você está querendo comprar mais, ficou barato”. Há uma diferença entre processo e resultado. O resultado é ruim quando ele está fora do seu controle ou quando o processo é ruim. O sujeito que atravessa a avenida de olhos fechados pode não ser atropelado. Ou seja, pode até ter um resultado positivo, mas o processo ruim. Nesse caso, o cara foi um idiota e deu certo. No meu investimento, deu errado, mas o processo tinha sido bom, e isso acabou me deixando tranquilo.

Montamos também uma área de investimentos em renda fixa e, em 2001, decidimos abrir os fundos para clientes. É mais difícil contratar jovens para um projeto pessoal do que para um projeto institucional. Muitos pensam: “Ah, estou investindo o dinheiro do dono, vai que ele muda de ideia. Prefiro ir para um lugar onde há chance de crescimento”. Mesmo sendo o dinheiro do Jorge Paulo Lemann, era complicado. Ter clientes ajuda a institucionalizar a empresa. Conseguimos 35 mil clientes, mas, de repente, os sócios mudaram de ideia. Na verdade, nunca foram muito fãs dessa proposta de ter clientes. Eles sempre se lembravam de uma história. Numa dessas crises, Ásia ou

Rússia, um amigo deles, que tinha uma casa pé na areia no Guarujá, estava conversando com a esposa, num fim de semana, quando entrou um cliente para pedir satisfações. O cara foi grosso, disse que tinha perdido dinheiro no fundo dele etc. O amigo pensou: “Não preciso disso”.

O problema era que a empresa estava toda esquematizada para ter clientes, com áreas de suporte, novas contratações. Então propus montarmos outra empresa, da qual eles seriam sócios majoritários e eu seria minoritário, com outros sócios que imaginava que entrariam depois. Assim, em 2002, criamos a Constellation, que atualmente tem onze sócios. Começamos com algo em torno de 40 milhões de dólares, basicamente dos sócios e de pessoas próximas. Mas não era o melhor momento para iniciar uma gestora de fundos de ações. O pensamento dominante era: o Lula vai ganhar a eleição, confiscar todo o dinheiro e o Brasil vai para o vinagre. O Ibovespa estava em torno 14 mil pontos (em 2015, fechou com pouco mais de 43 mil pontos). O lado positivo é que, passadas essas dúvidas, pegamos uma fase muito rica e interessante de estabilidade da economia brasileira, que coincidiu com a evolução do mercado de capitais. Houve centenas de ofertas de ações e a bolsa teve uma valorização impressionante.

Em busca da empresa ideal

Passei a querer investir como faço hoje depois de ler *O jeito de Warren Buffett de investir*, um livro que resume as principais estratégias do Buffett.¹⁵ O mentor do Warren Buffett era o Benjamin Graham. Buffett foi aluno dele na Universidade Columbia, em Nova York, e queria trabalhar de graça para o Graham, que não aceitava. Até que, de tanto insistir, conseguiu. O Graham gostava de investir em empresas muito baratas, com valor de mercado inferior ao montante que tinham em caixa. Podia ser qualquer setor, ele só olhava o número. Mas o Buffett começou a querer mudar a estratégia. Ele achava que não valia a pena comprar só porque estava barato. Queria negócios de qualidade. Depois, passou a dizer que podia até pagar caro porque, se a empresa realmente tivesse qualidade, estaria barata em cinco anos. Pensando assim, ele decidia que ações comprar. Essa leitura me transformou. Foi quase como ler a Bíblia. Mas li cedo demais, no final dos anos 1990. Não dava para aplicar esses conceitos no Brasil. Só fui seguir a estratégia do livro na Constellation.

Gostamos de investir nas melhores empresas que, em resumo, são as que têm

vantagens competitivas. O que são vantagens competitivas? Barreiras na entrada. Todo negócio que é bom atrai competição, e as barreiras brecam a concorrência. Uma maneira de verificar se há barreiras de entrada num setor é olhar a participação de mercado da empresa que é líder. Por exemplo, no caso do setor de cerveja, a Ambev tem, há anos, cerca de 70% de participação de mercado e uma rentabilidade alta. Ou seja, deve ter barreira de entrada. O mesmo vale para o setor bancário. Os grandes bancos — Bradesco, Itaú — estão cada vez maiores e os menores estão sumindo. Até os estrangeiros estão saindo do país. No segmento de processadores, a Intel tem 80% do mercado há mais de uma década. Agora veja o setor de torradeiras. A rentabilidade é baixa e cada ano uma empresa é líder, as fatias de mercado oscilam demais. Provavelmente, há guerra de preço e, por isso, é um setor em que não quero estar.

Algumas pessoas acham que certas coisas são barreiras de entrada, mas não são. Por exemplo, capital não é barreira de entrada. No vale do Silício, há capital abundante para boas ideias. Inovação é barreira de entrada só até certo ponto, e isso vale para qualquer setor. Qualquer um abre uma loja com um conceito novo. Há marcas muito cool, que dizem que vão doar um sapato para uma criança na África se você comprar um sapato deles. Isso é legal, mas facilmente replicável. No varejo de roupas, marcas que eram muito fortes há vinte anos, como Ocean Pacific, sumiram. Outras que eram cool, como Levi's e Ralph Lauren, decaíram. Garanto que, daqui a dez anos, algumas das marcas que hoje fazem sucesso com diferentes públicos, como Abercrombie, Animale, Bobstore, Forever 21, John John e Le Lis Blanc, não estarão mais aqui.

Depois de verificar se há barreiras de entrada, analisamos quem são os empresários ou executivos que tocam a empresa — que vão ser nossos sócios. Em geral, preferimos empresas familiares que tenham donos que participem do dia a dia e do conselho. Não pode ser apenas um conselho de notáveis, formado por grandes nomes do mercado. Nada contra os notáveis, mas alguém tem de cobrar o presidente e os diretores. Se o presidente quiser, ele enrola um conselho fraco, porque a assimetria de informações é muito grande. Ele pode mostrar apenas as coisas boas para o conselho e esconder o resto. Avaliar a gestão é a parte mais difícil, porque são critérios subjetivos. Facilita analisar o histórico dos empresários e executivos que tocam a empresa.

Além disso, olhamos potencial de crescimento, previsibilidade e consistência. O Warren Buffett é amigo pessoal do Bill Gates (fundador da Microsoft), mas não investe em ações da Microsoft. Na época do boom de internet, no fim dos anos 1990, muita gente dizia que o Buffett não investia no setor de tecnologia porque era careta e estava

ultrapassado. Ele dizia que não conseguia enxergar como estaria a Microsoft em uma década. Não sabia se a empresa continuaria tendo um diferencial competitivo ou se seria esmagada por algum concorrente. Por outro lado, ele investe na Coca-Cola há anos, porque acredita que ela continuará sendo a líder do mercado. Quem gosta de Coca-Cola toma Coca-Cola no mundo inteiro. Não vai tomar a Tubaína da Alemanha.

O Buffett costuma dizer que um bom jeito de ajudar a definir um investimento é se perguntar o seguinte: você compraria ações da empresa tal se soubesse que a bolsa iria fechar e só reabrir em cinco anos? Dessa forma, você pensa como sócio, e não como um cara que compra só porque acha que alguém estará disposto a pagar mais caro por aquela ação. Se você olhar minha agenda, passo boa parte do dia em compromissos fora da gestora, nas companhias, falando com empresários e executivos. Acompanho o desempenho da bolsa por alto — uma rotina bem diferente da que tinha no Pactual.

Nada garante, é claro, que seguir essa estratégia dará retorno todos os meses. O objetivo é ganhar dinheiro no longo prazo. A maioria dos investidores que compra ações diz que pensa no longo prazo, mas, na prática, pouquíssima gente consegue esperar. O mais comum é ver o investidor aflito, preocupado com qualquer perda. Não dá para ter esse comportamento quando se aplica em renda variável. A bolsa pode cair 40% num ano e subir 80% no seguinte (isso de fato aconteceu entre 2002 e 2003). O segredo é aguentar os altos e baixos e tentar comprar mais em momentos de estresse, quando a maioria das pessoas fica apavorada. Uma forma de tentar tornar esse processo menos doloroso é decidir que percentual do patrimônio pode estar numa aplicação de maior risco, sem que isso prejudique o dia a dia do investidor.

O que a Grécia tem a ver com a educação no Brasil?

A beleza do mercado de ações é que há muitos investidores desinformados. Saem as notícias sobre uma crise na Grécia e o cara sai vendendo papéis de empresa de educação. Espera: alguém vai tirar o filho do colégio ou da faculdade porque a Grécia quebrou? Não faz sentido. Se você for comprar um apartamento ou um carro elétrico, não vão vender mais barato porque há uma crise na Europa. Ou na China. O carro custa aquilo e pronto.

Durante a crise da Ásia, em 1997, em que a bolsa brasileira ficou muito volátil — subia 10% num dia, caía 15% no outro —, tive um cliente, relevante, que passou a

querer monitorar sua carteira de ações todos os dias. Ele me pedia para mandar um relatório por fax, no fim do pregão. Foi a pior decisão que ele poderia ter tomado. Ele tinha 50 milhões de dólares na bolsa, mais ou menos. Quando a bolsa caía 10%, perdia 5 milhões. Recuperava um pouco e, na outra semana, perdia mais 8, 10 milhões. Sua esposa começou a achar aquilo um absurdo. Poxa, poderíamos ter comprado um apartamento novo com o dinheiro que você perdeu, uma casa sei lá onde. E ele perdeu o equilíbrio emocional necessário para atravessar essa instabilidade.

Com a recessão e a crise política no Brasil, as questões macroeconômicas voltaram a ter um peso relevante: são, em muitos casos, determinantes para o futuro das companhias. De certa forma, vivemos em 2015 uma situação parecida com a da década de 1990, infelizmente: a percepção de risco é maior, há mais dúvidas sobre a capacidade do governo de honrar seus compromissos e, por isso, a volatilidade da bolsa aumentou. Quem lucra com essa volatilidade são as corretoras de ações, não os investidores. Também há oportunidades na renda fixa, com a alta dos juros, e no câmbio. Mas, para ganhar dinheiro de verdade na bolsa, é preciso montar posições grandes. E isso só é possível quando há alguma previsibilidade na economia.

Como investir nesse cenário? Gosto bastante de uma frase do Warren Buffett: “O importante não é prever o tempo, mas construir a Arca de Noé”. Para um empresário, construir a arca é fazer uma gestão financeira conservadora, reduzir o endividamento, controlar custos e, se possível, consolidar sua liderança no setor. As empresas que têm recursos devem aproveitar a crise para comprar concorrentes. Podem também reduzir preços e aniquilar competidores mais fracos. O importante é atravessar o deserto e sobreviver. As ações dessas empresas geralmente não são baratas, mas isso se deve ao fato de elas terem algo a mais — e é isso que acaba fazendo diferença em tempos de crise. Quem decide comprar uma cobertura na Vila Nova Conceição (um dos bairros mais caros da cidade de São Paulo) vai pagar caro, mas o imóvel tem liquidez, tem comprador mesmo numa recessão. No Campo Belo (bairro de classe média na zona sul de São Paulo, onde houve vários lançamentos imobiliários entre 2010 e 2013), dá para pagar bem mais barato, mas pode virar um mico.

Na bolsa, o equivalente a um imóvel na Vila Nova Conceição são as ações Ambev. É uma fabricante de bebidas com resultados sólidos, vendas consistentes e excelente gestão. Além disso, não depende de crédito para crescer. Não é um papel que vai quintuplicar o patrimônio do investidor em pouco tempo, mas tem potencial para entregar um retorno consistente. Nos últimos dez anos até 2015, a ação valorizou quase

1000%, enquanto o Ibovespa subiu 50%.¹⁶

O McDonald's da educação

Um investimento de sucesso da Constellation foi a compra das ações da Linx, uma empresa de software que tem grandes varejistas como clientes — por exemplo, Lojas Americanas. Ela consegue participar do crescimento das companhias desse setor, mas sem correr o risco do varejo, porque, se uma varejista vai mal, pode trocar e passar a vender para outra. Foi uma das poucas empresas brasileiras de tecnologia que abriram capital. Também fomos bem-sucedidos ao investir na Abril Educação, que hoje se chama Somos Educação, um grupo diversificado de instituições de ensino que reúne ótimas marcas, como Anglo e Red Balloon. Escolas são abertas a todo momento, mas as pessoas tendem a querer matricular os filhos em instituições que têm reputação, histórico — que é o caso das que fazem parte da Somos. Além disso, os pais fazem o que podem para manter os filhos em boas escolas. Se o orçamento aperta, cortam o restaurante, vendem o carro; trocar de escola costuma ser uma das últimas mudanças. Por isso, essa é uma empresa que pode atravessar bem um período de incerteza macroeconômica.

No setor de educação, também investimos na Kroton, que é dona de faculdades e está tentando compensar a redução do crédito estudantil público mantendo um sistema próprio de financiamento aos alunos. Tínhamos dúvida se valia a pena comprar ações de empresas de ensino superior. Nossa preocupação era com a qualidade: não queríamos investir em instituições que fossem caça-níqueis, que quisessem crescer a qualquer custo, mesmo se os cursos que oferecessem fossem ruins. Mas nossa conclusão acabou sendo a de que as companhias de capital aberto prestam um belo serviço à sociedade. Para mim, elas são como o McDonald's. É claro que alguém de classe média alta vai criticar o Big Mac: o bife é fininho, o pão vem amassado, a salada é meio esquisita. É óbvio que há hambúrgueres melhores. Mas o que o McDonald's faz é fornecer um bom sanduíche pelo preço que cobra, com um padrão de qualidade. Se o cara resolver comer um churrasquinho na rua, corre o risco de pegar alguma doença. Da mesma forma, a Kroton oferece um produto bem decente por um preço justo. É claro que os cursos do Insper e da Fundação Getúlio Vargas são melhores, mas não são para todo mundo.

Outro setor que consideramos promissor é o de shopping centers. Para nós, um shopping é uma propriedade com uma barreira de entrada. Quando um empresário decide inaugurar um shopping num determinado bairro, ele já fez uma análise prévia de capacidade de consumo de quem mora e trabalha ali. Também tem uma noção de como essas pessoas se divertem e dos serviços que usam. Se o empresário acertar — no perfil dos restaurantes, no parquinho das crianças etc. —, vai gerar tráfego no shopping, o que atrai lojistas e torna o empreendimento rentável. É claro que a queda das vendas no varejo torna o cenário mais complicado para os shoppings, mas os empreendimentos que têm qualidade e estão consolidados devem continuar sendo disputados pelos lojistas. No shopping Morumbi, em São Paulo, sempre vai ter fila de clientes e lojistas querendo entrar, por exemplo.

O perigo das dicas sobre a bolsa

Já tivemos ações da Natura (fabricante de cosméticos), mas vendemos tudo em 2010. A empresa era muito interessante porque tinha conseguido associar a sustentabilidade à sua marca, e isso atraiu mais consumidores e também acionistas. Em tese, empresas sustentáveis tendem a gerar melhores resultados no longo prazo, porque seus produtos têm mais qualidade e seus processos são melhores. Mas não é tão simples definir quais negócios são sustentáveis. A Souza Cruz é uma empresa sustentável porque todos os plantadores de tabaco de quem ela compra usam os produtos certos e ela financia projetos sociais? Ou não é porque fabrica um produto que faz mal à saúde? Na Natura, não havia essa dúvida. Além disso, a gestão sempre foi excelente. O problema é que esse setor de produtos de beleza se tornou muito mais competitivo. Mais empresas passaram a vender via consultoras, como a Natura fazia — em alguns casos, cobrando menos — e concorrentes estrangeiros começaram a vender em drogarias, de forma agressiva. Com isso, a posição da Natura no mercado ficou ameaçada.

Vender uma ação que valorizou muito, como foi o caso da Natura, é difícil porque, mesmo sem querer, acabamos nos apegando à empresa. É preciso analisar se as coisas estão mudando na companhia. Pode ser que esteja tudo certo com a estratégia e com os resultados, mas a ação já esteja no preço certo, com pouca chance de valorização. Nesse caso, é hora de vender. Se houver problemas, é preciso analisar a fundo. Alguns investidores vendem as ações quando uma empresa lança um produto que não deu certo.

Nós procuramos entender por que não deu certo. Se for algo pontual, pode ser uma oportunidade de compra. Mas, para chegar a essa conclusão, precisamos estar em cima da companhia.

Para não fazer besteira, o investidor precisa saber por que comprou aquela ação. Mas a verdade é que a maioria das pessoas tem uma justificativa muito rasa: “Ah, acho que o preço do petróleo vai subir”. Mas quanto? Quando? O que acontece com o faturamento da companhia em que você investiu se isso acontecer? E se o preço não subir, a ação vai despencar? Em geral, os investidores erram porque não fazem o dever de casa: não sabem por que compraram a ação, só querem participar da festa. Muitas vezes o mercado acionário dá a falsa sensação de que ganhar dinheiro é fácil. Alguém pode me perguntar qual ação eu acho que vai valorizar e eu digo que estou otimista com a Multiplan, que é uma administradora de shoppings. Aí, no dia seguinte, esse cara decide comprar ações da Multiplan e ganha, sei lá, 30% em seis meses. Eu ganhei a mesma coisa, mas fiz um baita trabalho, uma série de contas, conversei com dezenas de pessoas, estudei o setor. O sujeito que só ouviu a dica e ganhou 30% pode achar que investir na bolsa é arriscar em cima de palpites.

Antes de comprar uma televisão de uns 2 mil reais, as pessoas costumam pesquisar. Entram no site da Americanas.com, da FastShop, do Ponto Frio. Gastam algumas horas para economizar quinze reais. Mas muita gente não gasta nem dez minutos antes de investir 50 mil reais numa ação. Liga para o corretor e pergunta: o que está bom aí? Ou pergunta para o amigo. Se você for a um médico e ele disser: “Olha, não sou formado em medicina, mas gosto muito de cérebros, li muito sobre cirurgia, então vou abrir sua cabeça e vai dar tudo certo”, você sai correndo, certo? Se o piloto disser que não tirou brevê (licença para voar), você provavelmente não vai voar com ele. Mas muita gente ouve dicas do amigo de um amigo sobre bolsa e sai comprando as ações. Investir em ações é arriscado, mas é loucura para quem não faz o dever de casa.

Da mesma forma que as ações caem por causa da Grécia, podem subir só por euforia. Quando o mercado está em alta, as pessoas acabam pagando um preço exagerado pelas ações. Se o seu amigo está ganhando dinheiro na bolsa — ou diz que está — e você não tem ações, no mínimo vai ficar tentado a comprar. Existe a dor de perder, a alegria de ganhar e a dor de não participar. É preciso avaliar o risco antes de investir. Imagine um sujeito que tem 50 milhões de dólares e faz uma série de investimentos arriscados para tentar chegar aos 100 milhões. Se der errado, pode ir a zero. A vida vai mudar tanto assim se ele passar de 50 milhões para 100 milhões de dólares de patrimônio? Ele vai

poder comprar coisas que não pode comprar hoje? Viajar mais? Duvido. Mas, dependendo de quanto ele perder, pode ter de mudar seu estilo de vida radicalmente. Ou seja, ele arrisca piorar muito para melhorar pouco. Não faz sentido.

Salvo pelo analista

Meus maiores erros foram com pessoas, e não com os investimentos em si. Em certos casos, acho que o erro começa logo na contratação. Levamos entre seis meses e um ano para analisar uma empresa antes de investir, mas às vezes queremos contratar alguém em uma hora. É melhor ser rápido e evitar que esse profissional vá para a concorrência ou é melhor avaliar com calma? O melhor é fazer uma série de entrevistas, passar por todos os sócios. Afinal, queremos alguém que possa ficar com a gente por anos, porque vamos treinar, ensinar etc.

Quando você erra o investimento, pode reconhecer o erro e vender rapidamente, para minimizar o prejuízo. Quando o problema são as pessoas, é mais difícil resolver. O melhor profissional é aquele que é legal e ganhador: ou seja, tem a cultura da empresa e é competente. É preciso investir nele, pagar bem, dar força. No outro extremo está o funcionário que não é legal e não se entrega. Esse tem de sair logo, porque gera ruído e pode prejudicar a equipe. É relativamente fácil identificar esses dois perfis e gerenciá-los. Mas existe também o cara que é legal, mas não está gerando resultado. Em geral, nos perguntamos se fizemos o suficiente por aquele funcionário: demos condições para ele trabalhar? Treinamos? É bom ter essa preocupação. No Pactual, não havia nada disso, os chefes não estavam nem aí. Davam esporro em público e elogiavam em particular. Mas isso mudou e é bom. O problema é quando esse cara vai ficando só porque é gente boa, o que também prejudica a equipe. Também é difícil tirar o funcionário que dá resultado, mas é do mal.

Se a equipe é boa, ajuda a evitar erros de investimento. Tive um funcionário que me salvou de perder muito dinheiro com a Arapuã, que foi uma das maiores redes de varejo de eletroeletrônicos do país e quebrou no fim dos anos 1990. Antes de quebrar, a Arapuã era uma empresa em crescimento, com uma bela marca. Acabei me aproximando dos donos. O filho do controlador era um cara moderno, agressivo, e rolou uma empatia entre nós. Ele foi ao banco fazer uma palestra, e um dos nossos analistas disse que os números da empresa não estavam fechando. O analista era jovem,

arrogante, e eu achei que estava errado. Mas ele insistiu, insistiu e vi que tinha mesmo razão. A Arapuã estava quebrada e ninguém sabia. Depois do alerta desse analista, começamos a vender ações. Tivemos um pequeno prejuízo, mas poderíamos ter perdido muito mais se não fosse esse profissional.

Também perdemos dinheiro com as ações do banco Nacional, que quebrou em 1995. Foi um caso dramático porque o banco estava bem num dia e, no outro, foram descobertas fraudes que acabaram com a instituição. Como as ações do Nacional respondiam por uma fatia pequena do nosso portfólio, de cerca de 5%, tivemos prejuízo, mas foi contornável. Machucou, mas não matou. Se tivéssemos 30% de banco Nacional, o fundo teria acabado. Aprendi duas lições com esses casos, Arapuã e Nacional. A primeira é conhecer bem os empresários que são donos das companhias em que investimos. A segunda é duvidar dos balanços, especialmente de bancos, que são mais opacos. É preciso analisar os números no detalhe. É claro que os casos de fraude são raros, especialmente hoje em dia — a governança das empresas melhorou muito e a fiscalização também. Mas, quando acontecem, podem arruinar um investidor.

COMO FAZER BONS INVESTIMENTOS

O que é mais relevante, na opinião de Florian Bartunek

- 1 Invista em ações de empresas com vantagens competitivas claras, ou seja, que tenham criado “barreiras” à entrada de competidores. É o caso de companhias que se mantêm na liderança de seus setores por anos, como a fabricante de bebidas Ambev.
- 2 Só compre ações de companhias bem administradas, com donos ou executivos confiáveis. Analisar a gestão é algo subjetivo: ajuda estudar o histórico dos profissionais que comandam a empresa.
- 3 Prefira empresas que tenham potencial de crescimento e receitas previsíveis.
- 4 Não analise apenas o preço, mas a qualidade da companhia. Boas empresas se tornam baratas com o tempo.
- 5 Num cenário de crise, não adianta tentar prever o tempo; o melhor é construir a Arca de Noé e investir em papéis de empresas que sofram menos num período turbulento.

LIVROS INDICADOS

Ações comuns, lucros extraordinários

Philip Fisher

“Philip Fisher foi um investidor americano em ações de muito sucesso e um dos inspiradores de Warren Buffett. Esse livro, de fácil leitura, foi lançado em 1958 e contém lições de investimento ainda contemporâneas.”

Made in America

Sam Walton

“Um empresário será um empresário melhor se estudar investimentos. Um investidor será um investidor melhor se estudar negócios. Livros de negócios são leitura obrigatória para investidores. Quem tem um interesse específico por algum setor da economia e do mercado de ações deve buscar conhecimento nos livros dos líderes e destaques desses setores. No varejo, esse livro de Sam Walton é leitura imperdível.”

Pioneering Portfolio Management

David F. Swensen

“David Swensen é uma lenda entre os investidores institucionais. Como responsável pelo fundo de investimentos da Universidade Yale, Swensen criou novos paradigmas de investimentos, além de ficar no topo de seus pares em termos de performance por décadas. O livro traz lições para os investidores em diferentes mercados.”

Poor Charlie's Almanack

Charles T. Munger

“Segundo Warren Buffett, o amigo Charlie Munger é das pessoas mais inteligentes que ele conhece. Munger acredita que um investidor deve estar sempre estudando e ter uma formação mais ampla, em diversas disciplinas.”

Rápido e devagar

Daniel Kahneman

“Um dos maiores desafios do investidor é resistir à volatilidade do mercado de ações. As perdas são dolorosas. Conhecer-se bem e saber quanto risco consegue suportar é fundamental. Todos nós temos vieses que acabam ajudando ou atrapalhando nossa performance como investidores. Por isso, estudar teoria comportamental dá uma grande vantagem comparativa. Esse livro do prêmio Nobel de economia Daniel Kahneman é uma boa introdução ao assunto.”

One Up on Wall Street

Peter Lynch e John Rothchild

“Com 1 milhão de cópias vendidas, esse livro torna investir em ações acessível ao investidor não profissional. Com lições simples e muito bom senso, a leitura é rica e divertida.”

1 Em 31/12/2015.

2 O Pactual foi fundado em 1983, como uma distribuidora de valores, no Rio de Janeiro. Tornou-se um banco e, em 2006, foi comprado pelo suíço UBS. Pouco depois, um grupo de sócios liderado por André Esteves recomprou o Pactual do UBS e criou o BTG Pactual.

3 Operar significa comprar e vender ações, moedas, títulos de renda fixa e outros ativos financeiros na data da negociação e também nos mercados futuros.

4 Michael Milken é considerado um dos criadores do mercado de títulos de alto risco (*junk bonds*). Foi chefe dessa área na corretora americana Drexel Lambert até ser condenado por fraude e manipulação do mercado. Foi preso e pagou multa. Hoje, é filantropo.

5 O Plano Cruzado foi um pacote econômico criado em 1986 para tentar combater a hiperinflação. Estabelecia, entre outras coisas, o congelamento de preços.

6 Investidor húngaro-americano que criou um dos fundos de hedge mais bem-sucedidos do mundo.

7 O Plano Collor foi mais um pacote econômico fracassado criado para acabar com a hiperinflação. Congelou depósitos bancários e os recursos aplicados na caderneta de poupança.

8 A crise do México foi motivada pela desvalorização cambial e pela falta de recursos para rolar a dívida externa do país. Provocou uma onda de desconfiança em relação a países emergentes.

9 A frase foi dita por Rubens Ricupero, então ministro da Fazenda, a um jornalista pouco antes de uma entrevista na TV Globo. Mas a fala foi captada por antenas parabólicas e vazou para o público. Ricupero pediu demissão.

10 As crises asiática e russa foram provocadas por um conjunto de fatores: elevado endividamento externo, brusca desvalorização cambial e saída de investimentos estrangeiros. Geraram uma onda de desconfiança em relação a países emergentes.

11 A taxa de câmbio brasileira, que era controlada desde o início do Plano Real, passou a flutuar, o que provocou uma rápida desvalorização do real. O Banco Central chegou a elevar a taxa de juros para 45% ao ano para tentar conter a saída de investimentos estrangeiros.

12 André Esteves começou a carreira como analista de sistemas no banco Pactual, tornou-se um dos principais sócios da instituição e presidente do banco BTG Pactual. Foi preso em 2015 em meio às investigações da Operação Lava

Jato e solto pouco depois.

13 O BCN acabou sendo vendido ao Bradesco em 1997.

14 Jorge Paulo Lemann fundou o banco Garantia, que foi vendido ao banco Credit Suisse, e a gestora de fundos de *private equity* GP. Atualmente é sócio da empresa de investimentos 3G, que controla a fabricante de bebidas AB InBev, a rede de lanchonetes Burger King e a companhia de alimentos Heinz.

15 Um dos homens mais ricos do mundo, o americano Warren Buffett é dono da empresa de investimentos Berkshire Hathaway e de um histórico invejável de sucessos. Entre 1965 e 2015, suas aplicações renderam, em média, 19% ao ano, quase duas vezes mais que o índice S&P500, da Bolsa de Nova York.

16 De 12/11/2005 a 12/11/2015.

CAPÍTULO 4

Guilherme Aché

Começou a carreira no banco Pactual. Entrou em 1991, como estagiário, e tornou-se chefe da área de análise de ações do banco três anos depois, quando tinha 23 anos. Em 1998, ajudou a fundar a gestora JGP, onde foi responsável pelos investimentos em ações no Brasil e em mercados emergentes até 2007. Saiu de lá para montar sua gestora, a Squadra Investimentos, que tem 4,2 bilhões de reais¹ aplicados em ações. A Squadra tem ainda um fundo de private equity que controla a rede de lojas de presentes Imaginarium. É formado em economia na Faculdade Cândido Mendes, no Rio de Janeiro, e tem 46 anos.

Um emprego hostil

Comecei duas faculdades, administração de empresas e economia. Mas isso durou pouco tempo, porque comecei a trabalhar muito cedo no mercado financeiro, aos dezoito anos. Então larguei administração na PUC e me formei em economia na Faculdade Cândido Mendes, no Rio de Janeiro. Sempre tive certa ligação com dinheiro, queria ganhar, construir algo. Meu primeiro emprego foi num banco pequeno, chamado Performance, que era especializado em aplicar em títulos públicos. Logo depois, fui trabalhar num banco internacional chamado Montreal Bank, na área de análise de empresas. Fiquei pouco tempo lá, porque tive a sorte de ser chamado para um processo de entrevistas no Pactual, que era um dos principais bancos de investimento do país na época, e consegui entrar.² Aos vinte anos, estava trabalhando no departamento de análise do Pactual.

No início dos anos 1990, o Pactual crescia de forma acelerada. Contava com quatro sócios experientes e o restante do banco era, basicamente, uma garotada como eu. Não

tinha muito processo, nem formato. O Luiz Cezar Fernandes, fundador do banco, costumava dizer: “Joga na parede para ver se cola”. Além disso, o ambiente era muito competitivo. Quando se juntava tudo isso — muita gente inexperiente, competição, crescimento acelerado e uma certa desorganização —, o resultado era um dia a dia bastante hostil. O mercado financeiro também não era muito amigável na época. Essa foi uma década de grandes sustos na economia, o que tinha um impacto enorme sobre as empresas. O Plano Collor³ foi traumático para a bolsa. Algumas ações caíram mais de 80%. O Plano Real, de 1994, beneficiou o mercado, ao conseguir, finalmente, conter a escalada da inflação. Mas, no mesmo ano, veio a crise do México,⁴ seguida pela crise asiática em 97, a crise russa em 98⁵ e a do próprio Brasil em 1999, com a desvalorização cambial.⁶ Havia muita volatilidade no mundo e isso pegava o Brasil de frente. Para completar, havia muita instabilidade política aqui. Até a primeira eleição de Lula para presidente, em 2002, cada ciclo eleitoral foi um drama.

Investir em ações, naquele período, era quase um jogo. Não havia o Novo Mercado⁷ e quase todas as ações negociadas em bolsa eram preferenciais (sem direito a voto). As ordinárias (com direito a voto) estavam basicamente na mão dos controladores. Captar dinheiro via emissão de ações era algo pouquíssimo valorizado pelas empresas. Como não havia a expectativa de usar a bolsa para se financiar, muitas companhias ignoravam questões como transparência e governança, o que complicava a vida de investidores e analistas. O comportamento do mercado era muito mais aleatório que nos dias atuais: muitas vezes não estava relacionado aos resultados das empresas ou às perspectivas referentes a seu desempenho. Era raro um investimento que durasse mais de alguns meses. Hoje, isso mudou — ao menos na maioria dos casos. Para fazer um bom investimento, é preciso estudar mais a empresa, olhar a terceira derivada de criação de valor, entender a gestão, os concorrentes, aqui e no exterior. A análise precisa ser mais completa. Isso não quer dizer que investir ficou mais difícil, ou mais fácil. É só que o mercado mudou. Antes, era mais especulativo. Hoje, depende mais de análise.

Prejuízo de 100%

Um investimento que me marcou muito quando estava no Pactual foi o do banco Nacional. Recomendei a compra das ações pouco antes de o banco quebrar. O Nacional quebrou em 1995 por diversas razões. Uma delas é porque vivia em função da

instabilidade. Na década de 1980 e no começo da de 1990, o ganho que os bancos tinham aplicando o dinheiro deixado pelos clientes na conta-corrente, sem remuneração, era expressivo, porque a inflação era altíssima (em 1990, chegou a ser superior a 80% num único mês). Depois do Plano Real, que estabilizou os preços, as instituições financeiras tiveram de encontrar outras fontes de lucro. A imensa maioria dos bancos de médio porte não conseguiu: acho que uns 90% deles quebraram. Mas o Nacional era um banco grande, e também não se adaptou. Havia outro problema, gravíssimo, que eram as fraudes no balanço do Nacional, que, quando descobertas, mostraram que o banco estava quebrado. Isso aconteceu da noite para o dia. Eu chefiava o departamento de pesquisa do Pactual na época, mas não vi os problemas. O investimento foi um desastre porque tudo o que tínhamos aplicado nas ações do Nacional virou pó, perdemos 100%.

Em situações normais, teria perdido meu emprego ali. Acho que isso só não aconteceu porque o Pactual não tinha quem colocar no meu lugar. Na época, não existiam muitos analistas bem formados e experientes, como hoje. Nesse sentido, acabei dando sorte. E passei por cima, porque a vida continua, no mês seguinte já havia outra empresa para analisar. Mas, claro, nunca esqueci esse episódio. Não há como acertar sempre, especialmente em investimentos, mas é preciso evitar os erros capitais, que fazem o investidor perder tudo o que tem. A lição que ficou foi essa.

Curto prazo versus longo prazo. Qual vence?

Saí do Pactual em 1998, porque fui convidado para ser um dos sócios da gestora JGP. Foi uma decisão fácil, na verdade, porque as duas pessoas que lideraram a criação da JGP, o André Jakurski e o Paulo Guedes, haviam fundado o Pactual e eram ídolos da geração da década de 1990 do banco. Na época, a JGP tinha um viés de operar no curto prazo. Pouquíssimas pessoas conseguem ganhar dinheiro de forma recorrente no *day trade* (investimentos iniciados e encerrados num mesmo dia), e o André é uma delas. Ele sempre teve muito sucesso com essas operações. Eu nunca tive essa habilidade. Meu modelo era investir no mercado de ações olhando os fundamentos da empresa, com uma perspectiva de mais longo prazo. Ao fazer isso, acho que era o maior responsável pela volatilidade dos fundos da JGP, porque fazia posições maiores e também mais sujeitas aos altos e baixos da bolsa. Como eu gerava lucro para os fundos,

muitas vezes conseguia convencer os demais sócios de que fazia sentido investir daquele jeito. Mas, às vezes, tinha de me adaptar.

Um caso emblemático das consequências práticas desse embate curto prazo-longo prazo foi o investimento que fizemos nas ações da siderúrgica CSN, entre 2001 e 2002, no início do ciclo de alta dos preços das commodities no mercado internacional. Compramos cerca de 5% da empresa por aproximadamente 50 milhões de dólares. Tivemos uns 70% de retorno em poucos meses. É claro que foi bom e todos os sócios ficaram felizes comigo, porque eu tinha dado a recomendação de compra. Mas essa fatia de 5% chegou a valer mais de 1 bilhão de dólares em alguns anos. Embolsamos uma fração desse movimento. Se tivéssemos esperado um pouco mais, poderíamos ter ganhado muito mais dinheiro. É um exemplo de como a cultura de curto prazo pode prejudicar um investimento.

Ao mesmo tempo, porém, preservamos capital em outras situações justamente por pensar no curto prazo; analisamos o risco de perda, juntamos o que já havíamos ganhado, e decidimos encerrar o investimento. Como o Pactual, a JGP foi uma escola fantástica que me ensinou a analisar a fundo o risco das operações e do portfólio. A grande preocupação da JGP era não perder dinheiro. Pode deixar algum lucro na mesa, mas quer preservar o capital. No Brasil, onde o ambiente é sempre muito hostil, essa é uma qualidade para qualquer gestor.

O frio da barriga do negócio próprio

Precisei tomar coragem para montar um negócio próprio. Dá um frio na barriga, porque você tem de ser o líder. Mas eu achava que tinha condições de atrair uma equipe boa. Sabia que não bastava ter pessoas competentes, precisávamos trabalhar bem juntos. Quando vou contratar analistas e esse pessoal mais jovem, tento identificar aqueles que têm obsessão pelo sucesso. É difícil encontrar isso, ainda mais num garoto, mas é o que faz diferença — o lado bom dessa característica, obviamente. Além disso, em 2007, eu era o terceiro maior sócio da JGP, mas achava que já tinha atingido o limite, que não cresceria mais ali. A combinação desses dois fatores me levou a montar a gestora Squadra, que foi fundada em dezembro de 2007. Temos dois fundos de ações e, como clientes, uma combinação de grandes investidores brasileiros e estrangeiros, como fundos de pensão, fundos soberanos e *family offices* (empresas especializadas em

administrar grandes fortunas).

Uma empresa tem que crescer sempre. Se para de crescer, corre o risco de, entre outras coisas, perder seus principais sócios e os melhores profissionais para um ambiente mais rico, que dê mais oportunidades. Isso vale para todo tipo de companhia, inclusive para as de investimento. Uma gestora de fundos de ações tem uma limitação de tamanho, porque, como a bolsa brasileira ainda é pequena, fica mais difícil fazer bons investimentos e entregar uma rentabilidade interessante quando os fundos atingem certo patrimônio. Para a Squadra continuar crescendo, decidimos investir também em empresas fechadas, por meio de um fundo de *private equity*. Temos 100% do capital da Imaginarium, uma rede de lojas de presentes. Temos a possibilidade de participar do processo decisório de uma companhia via conselho de administração e comitês. É extremamente rico. Ensina como funciona o mundo real, o mundo fora do PowerPoint, que é onde os investidores financeiros estão acostumados a navegar. Acho que isso nos torna investidores mais bem preparados, porque passamos a conhecer melhor as idiossincrasias do Brasil.

Disciplina faz diferença

O processo de investimento, hoje, virou uma commodity. Precisamos conhecer a fundo as empresas e os setores e, para isso, analisamos números, fazemos uma série de contas e conversamos com profissionais da própria empresa, com concorrentes, clientes e fornecedores. Mas todo mundo faz isso. O PowerPoint comercial da Squadra é igual ao de muitas gestoras. O que faz diferença é a disciplina para executar esse processo, e ela começa com a seleção dos investidores que aplicam no fundo. Se o investidor é o típico pró-cíclico, ou seja, aquele que vende quando as ações caem e compra quando sobem, o gestor passa a ser refém disso e não vai conseguir comprar ações quando elas caem, que é o melhor momento para fazer isso. O Brasil tem muitos analistas — acho que tem uma das maiores relações entre analistas e empresas de capital aberto do mundo —, mas, para executar a estratégia imaginada pelo analista, não pode ser pró-cíclico.

Nossos investimentos também são reflexo do preço das ações. Se compro um papel que sobe em dois meses e atinge o preço que achei que era o justo, vendo. Estou disposto a manter meu investimento por anos, mas, se o que imaginei acontece de forma mais rápida, faço mudanças, lógico. Temos ações que carregamos desde 2008, porque o

preço nunca chega ao que achamos que é o limite. A empresa continua criando valor e os papéis continuam valorizando. É o caso da companhia de energia Equatorial.⁸ A regra é analisar os fundamentos da empresa. Se os fundamentos continuam sólidos — ou seja, a parte operacional dá resultado, as perspectivas são positivas, a gestão é competente etc. — e o preço da ação caiu, é hora de comprar mais.

É difícil manter a disciplina no meio de uma crise. Quando há muita volatilidade, as pessoas ficam nervosas e perdem a perspectiva. As crises têm características diferentes, mas o que pode proteger o investidor de ter grandes prejuízos é manter a disciplina. Em resumo, investir em bons negócios por um preço justo — e não vender depois de qualquer solavanco. Como identificar esses bons negócios? Um ponto essencial é estudar muito e se dedicar ao investimento. Isso não garante o sucesso, mas, se o investidor não tiver essa obsessão de entender como funciona uma empresa, o que faz sua ação valorizar, quais são os riscos, é garantia de que vai ter um resultado ruim. Outro ponto muito importante é o aspecto emocional. Há pessoas geniais no mercado, mas que não têm frieza para investir em ações. Aí não conseguem comprar quando está tudo caindo e há ações baratas. As crises sempre trazem boas oportunidades de investimento.

Obviamente, nem tudo que está custando menos que no passado está barato e vale a pena. É difícil saber, por exemplo, se a ação da Petrobras já está barata. É difícil até mesmo fazer uma análise fundamentalista da Petrobras, porque não sei se ela é, de fato, uma empresa. Está no processo de tentar se manter viva, e é impossível saber como ele vai terminar.⁹ Não dá para investir numa companhia assim. É preciso ter alguma previsibilidade.

A governança corporativa melhorou muito no Brasil na última década, e a fiscalização do mercado também, mas infelizmente ainda há problemas. Houve várias operações nos últimos anos que prejudicaram o desenvolvimento do mercado de capitais. A principal delas foi a capitalização da Petrobras, em 2010.¹⁰ Foi um dos maiores absurdos que vi no Brasil, um crime contra os acionistas minoritários. O governo, que é o sócio majoritário da empresa, participou do processo avaliando as reservas de petróleo da Petrobras a um preço absurdo. A Comissão de Valores Mobiliários, que deveria vetar esse tipo de procedimento, não fez nada. Isso afugenta o investidor de longo prazo.

COMO FAZER BONS INVESTIMENTOS

O que é mais relevante, na opinião de Guilherme Aché

- 1 Investimento requer tempo e dedicação. Se for impossível se dedicar a isso, escolha bons gestores e deixe a decisão com eles.
- 2 Tenha opinião própria e disciplina ao investir.
- 3 Não mude de ideia só porque o preço da ação em que investe caiu. Pode ser o momento de comprar mais papéis, por um preço mais baixo.
- 4 Avalie o risco das aplicações. Todo investidor erra, mas é preciso tentar evitar as grandes besteiras, que podem destruir o patrimônio.
- 5 Na bolsa, é preciso ter visão de longo prazo.

LIVROS INDICADOS

Charlie Munger: the Complete Investor

Tren Griffin

The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America

Warren Buffett e Lawrence A. Cunningham

Berkshire Hathaway Letters to Shareholders

Warren Buffett e Max Olson

“Entender a lógica dos investidores Warren Buffett e Charlie Munger, que são sócios há anos da Berkshire Hathaway,¹¹ uma empresa americana de investimentos em ações extremamente bem-sucedida, é importante para todo mundo que quer investir na bolsa. Ler a fundo esses livros, com atenção, estudando mesmo, é um bom começo. O Buffett faz questão de explicar seus conceitos de forma simples, então a leitura das cartas que ele escreve aos acionistas da Berkshire é agradável. É claro que nem tudo o que eles fazem pode ser replicado por outros investidores, mas é interessante saber como eles

pensam e por que comprem determinadas empresas.”

1 Em 31/12/2015.

2 O Pactual foi fundado em 1983, como uma distribuidora de valores, no Rio de Janeiro. Tornou-se um banco e, em 2006, foi comprado pelo suíço UBS. Pouco depois, um grupo de sócios liderado por André Esteves recomprou o Pactual do UBS e criou o BTG Pactual. Em 2015, Esteves foi preso em meio às investigações da Operação Lava Jato.

3 O Plano Collor foi um pacote econômico criado para acabar com a hiperinflação. Congelou depósitos bancários e os recursos aplicados na caderneta de poupança. Ainda assim, não deu certo.

4 A crise do México foi motivada pela desvalorização cambial e pela falta de recursos para rolar a dívida externa do país. Provocou uma onda de desconfiança em relação a países emergentes.

5 As crises asiática e russa foram provocadas por um conjunto de fatores: elevado endividamento externo, brusca desvalorização cambial e saída de investimentos estrangeiros. Geraram uma onda de desconfiança em relação a países emergentes.

6 A taxa de câmbio brasileira, controlada desde o início do Plano Real, passou a flutuar, o que provocou uma rápida desvalorização do real. O Banco Central chegou a elevar a taxa de juros para 45% ao ano para tentar conter a saída de investimentos estrangeiros.

7 Segmento da Bolsa de Valores que reúne as empresas abertas com a melhor governança corporativa.

8 As ações da Equatorial subiram 415% de abril de 2008, quando começaram a ser negociadas, até novembro de 2015. No período, o Ibovespa caiu quase 30%.

9 Essa era a situação no fim de 2015, quando Guilherme Aché falou sobre o assunto. A ação custava aproximadamente sete reais e a dívida bruta da Petrobras somava 507 bilhões de reais.

10 A Petrobras fez uma oferta de ações em setembro de 2010 com o objetivo de levantar recursos para explorar as reservas do pré-sal. Captou 120 bilhões de reais, na maior operação desse tipo no mundo. Desde a capitalização até novembro de 2015, as ações da empresa caíram cerca de 70%.

11 Desde 1965, quando iniciou seus investimentos em ações, a Berkshire Hathaway teve um rendimento anual médio de 19% ao ano. No mesmo período, o índice S&P 500 da bolsa americana subiu 10% ao ano, em média.

CAPÍTULO 5

Guilherme Affonso Ferreira

É um dos principais investidores individuais da bolsa brasileira. Foi membro do conselho de administração e acionista relevante do Unibanco entre 1984 e 2008, quando o banco se fundiu ao Itaú. Nesse período, teve um rendimento de 70% ao ano, em dólares com as ações do Unibanco. Desde 1991, é presidente da Bahema Participações, uma empresa de investimentos. Também fundou e é responsável pela gestão dos fundos de ações da gestora Teorema, de São Paulo, e é membro dos conselhos de administração de seis empresas — Arezzo, Gafisa, Petrobras, Valid, SulAmérica e T4F. Formou-se em engenharia de produção na Escola Politécnica da Universidade de São Paulo e tem 65 anos.

Acordar cedo, trabalhar duro, manter-se casado

Investimento, na minha família, era sinônimo de especulação. Tinha uma conotação mais negativa que positiva. Meu bisavô, Alberto de Faria — que nem cheguei a conhecer, mas pelo qual tenho uma admiração enorme, sem saber muito bem o porquê —, tinha uma benesse do Estado, como quase todo brasileiro rico do século XIX. No caso dele, era a concessão dos bondes da cidade do Rio de Janeiro, quando os bondes eram puxados por burros. Num dado momento, a Light¹ começou a negociar com o governo brasileiro para se instalar aqui e produzir energia elétrica, basicamente para iluminação e transporte público. Nesse processo, a empresa de meu bisavô foi estatizada. A concessão foi dada à Light. Isso fez dele um homem rico, com muita liquidez. Sua reação foi partir com a família toda para Paris por um período de cinco anos.

Conta a lenda — ou seja, minha mãe — que, no navio para Paris, meu bisavô levou

um monte de empregados e uma vaca para garantir o leite dos filhos. Na volta de Paris, ele se tornou um investidor e também um mecenas das artes — que, no começo do século XX, era basicamente literatura. Na casa dele, havia saraus literários dos quais eu ouvi falar muito na minha infância. Ele se tornou membro da Academia Brasileira de Letras e todos os grandes escritores do Rio passaram por lá. Como consequência desse ambiente, ele teve um filho, Otávio de Faria, e dois genros, Afrânio Peixoto e Alceu Amoroso Lima, que também foram da Academia Brasileira de Letras. Sempre ouvi falar muito do lado intelectual do meu bisavô, mas nunca do lado investidor, que fui resgatar quando me interessei por essa área. Segundo minha mãe, ele costumava dizer aos netos para ter muito cuidado com a Bolsa de Valores. O comentário era fruto do encilhamento, que foi a primeira bolha especulativa da bolsa brasileira, ocorrida entre o final do Império e o começo da República.²

Meu pai era um grande crítico da família Faria. Embora respeitoso, dizia que, desde a estatização da empresa de bondes, ninguém da família havia trabalhado. Para dar uma dimensão disso: meu tio-avô Otávio escreveu um único livro na vida, *A tragédia burguesa*, com dezoito volumes. Já a origem do meu pai é totalmente diferente. Meu avô paterno nasceu no interior do Piauí e, segundo me contaram, só foi aprender a escrever aos doze anos. Aos dezenove, já estava na faculdade de medicina, no Rio de Janeiro. Ele teve um professor, dr. Penido Burnier, oftalmologista, que montou um hospital em Campinas, no interior de São Paulo, e o convidou para montar a equipe de otorrinolaringologia. Meu pai nasceu em Campinas.

O único traço comum às duas famílias era uma certa ortodoxia. Meu pai era um homem muito pé no chão que achava que o que purificava as pessoas era o trabalho. Tinha que dormir cansado. Esse era o sentido da vida, numa ética quase protestante. Como ele era muito prático, foi estudar agronomia e logo se encantou com o maquinário de terraplenagem, algo que cresceu muito na década de 1930. Depois de formado, ele se mudou para o Meio-Oeste americano, uma potência na agroindústria — e onde imperam fortemente os valores protestantes de ética e trabalho. Não preciso dizer que ele se encontrou por lá. Anos mais tarde, tornou-se revendedor da Caterpillar, uma fabricante de máquinas, motores e veículos pesados sediada em Peoria, Illinois. Meu pai morou lá. Ele tinha uma enorme preocupação com a função social do capital. Para ele, o investimento puramente financeiro não tinha sentido. Ele usava seu capital para gerar empregos, e reinvestia o lucro para gerar mais empregos. Lembro de um vice-presidente da Caterpillar que sempre me impressionou muito e que um dia me

aconselhou: “Para dar certo na vida, é preciso levantar cedo, trabalhar duro e manter-se casado”. Confesso que aderi medianamente a esses princípios. Acordo às cinco horas da manhã todos os dias para correr. Até aí, o.k. Considero meu trabalho muito agradável, mas não duro, e já me casei mais de uma vez.

A primeira carteira de ações

Estudei na Escola Politécnica da Universidade de São Paulo e, depois de um ano fazendo estágios pelo mundo, a maioria deles em revendedores Caterpillar (estive na França, Suécia, Alemanha, Austrália e nos Estados Unidos), me mudei para a Bahia, onde estava sediada a revenda Caterpillar de meu pai. Ele achava que a indústria de revenda da Caterpillar no Brasil era muito pulverizada. Eram nove revendedores, enquanto, na maioria dos países, havia apenas um. Por isso acreditava que haveria um processo de consolidação. “Não sei como vai acontecer, nem quando, mas precisamos estar preparados”, costumava dizer. Como já disse, meu pai era um homem prático. Quando dizia que tínhamos de estar preparados era porque já estava trabalhando no assunto.

O problema é que caíamos sempre no seguinte dilema: toda vez que estávamos bem e podíamos comprar um revendedor, que vivia exatamente do mesmo negócio, ele também estava bem e não queria vender. Quando chegava com a conversa “olha, pensei bem e acho que talvez a gente possa fazer negócio” é porque estava mal e nós estávamos na mesma situação, sem poder pensar em comprar ninguém. Triste dilema. Então veio a minha sacada. Sugerí que, quando tivéssemos sobras de capital, investíssemos em negócios de ciclos completamente diferentes do nosso. Assim, quando o nosso negócio estivesse mal e, por consequência, o de outros revendedores Caterpillar também, teríamos uma chance de comprar alguém com o dinheiro do negócio lucrativo.

Começamos a fazer isso em 1984 e, em 1988, aconteceu exatamente como tínhamos sonhado e nosso vizinho queria vender. Só que aí olhamos para tudo e pensamos: “Vamos vender o que está indo tão bem para colocar dinheiro num negócio que vai tão mal?”. Isso serviu para nos dar coragem para, na primeira engrossada que o revendedor deu — como é natural em qualquer negociação, ele pediu um preço exagerado —, nós respondermos com um “então deixa para lá”. E assim foi. Dez anos mais tarde,

vendemos a nossa revenda Cat exatamente para esse vizinho. A venda, que não foi ruim, foi feita por um valor que correspondia a 1/25 do que valia a nossa carteira de investimentos no mesmo momento.

Nossa carteira foi formada com a ideia de que deveria poder ser vendida quando aparecesse a oportunidade de comprar outro revendedor Caterpillar. Portanto, um de nossos princípios era a liquidez. Outro era participar de setores diferentes. Achávamos que o lugar ideal para investir era a Bolsa de Valores. Doce ilusão. Naquela época, a liquidez da bolsa brasileira era baixíssima. Sorte que não precisamos testá-la. Ficamos com a ilusão. Até hoje as pessoas cometem o engano de olhar para a cotação de uma ação e achar que ela pode ser estendida para qualquer quantidade daquela ação. O que, é claro, não acontece: vendas muito grandes sempre derrubam o preço.

Setenta por cento ao ano, em dólar

Aos poucos, fomos estruturando nossos princípios de investimento. Alguns surgiram por acaso, outros, por bom senso. Por acaso, acabamos buscando ações de empresas que estavam passando por dificuldades, mas que entendíamos que podiam ter conserto — e queríamos fazer parte da virada. Era importante ter a possibilidade de participar do conselho de administração dessas empresas. Para isso, precisávamos ter uma quantidade razoável de ações, mas não a ponto de nos afundar no problema caso a empresa não desse certo. Isso nos levou ao número mágico de ter 5% de participação no capital das companhias em que investíamos. Na década de 1980, todas as empresas no Brasil tinham um dono, com cara e endereço. Não havia corporações ou empresas sem controle definido. Isso nos levou a mais uma premissa, que era a de confiar no controlador e na sua capacidade de gestão. O que faz diferença são as pessoas, muito mais que a situação financeira da empresa, seus processos ou produtos — que sempre podem mudar.

Seguindo essas regrinhas que iam sendo elaboradas ao mesmo tempo que fazíamos os investimentos, começamos a comprar ações. Nossa primeira aplicação foi numa outra empresa baiana, exportadora de cacau, que se chamava Correa Ribeiro e que a gente conhecia um pouco. Mas não o suficiente para entender que não ia dar certo. E não deu. Da segunda aplicação não se pode dizer a mesma coisa. Em 1986, para combater a inflação, que era altíssima naquela época, o governo lançou um programa abrangente,

que se chamou Plano Cruzado. Começou congelando todos os preços, o maior erro do plano, embora a premissa estivesse correta — o Plano Real, elaborado quase dez anos depois, deu certo se baseando no mesmo princípio de tentar cortar a inércia do aumento dos preços. Só que a reação imediata do mercado a esse plano foi concluir que os bancos, que naquela altura cobravam 30% de juros ao mês por causa da inflação, iam passar a cobrar praticamente zero e quebrar.

Nosso pensamento foi: “Nunca vi um país sem banco e, portanto, mesmo sem saber como eles vão resolver essa questão, alguns bancos vão sobreviver”. Decidimos comprar até 5% do capital de algum banco grande para poder participar da solução. Ainda que os preços das ações estivessem deprimidos, por causa dessa perspectiva negativa com o setor financeiro, 5% de um grande banco era demais para a gente. Desistimos de olhar Banco do Brasil, Bradesco e Itaú e passamos a analisar instituições menores, como Bamerindus, Econômico, Nacional e Unibanco. Por estarmos sediados na Bahia, ficamos muito tentados a comprar ações do Econômico, que também era de lá. Só não fizemos isso porque os dois principais sócios do banco estavam brigando e achávamos que ia dar problema. Partimos, então, para aquele que víamos como o mais competente e confiável do grupo, o Unibanco. Acabamos investindo no único que não quebrou desse grupo. Foi nosso caso de maior sucesso, de longe. Ganhamos em torno de 70% ao ano, em dólares, com esse investimento. Mantivemos as ações do Unibanco até 2008, quando houve a fusão com o Itaú. Aí recebemos ações do Itaú.

As ações do Unibanco foram compradas entre 1986 e 1988. Nessa época, o investidor brasileiro estava tão crente que o sistema financeiro ia quebrar que o Unibanco pagava 20% de dividendos sobre o preço da ação — ou seja, a cada ano, o investidor recebia 20% do que havia aplicado. Não havia nenhum compromisso do Unibanco de manter esse percentual, mas achávamos que seria mantido. O fato é que o banco viveu anos difíceis, mas a cúpula sempre foi muito competente na administração da empresa. Logo no início do nosso investimento, Israel Vainboim,³ certamente o empresário mais competente com quem já tive contato na vida, assumiu a presidência da instituição, o que foi ótimo. Nossa contribuição como investidor veio em 1996. Havia um forte processo de consolidação bancária no mundo, que sem dúvida chegaria aqui. Mas a família Moreira Salles controlava o Unibanco com uma participação de capital próxima do limite mínimo. Ou seja, se quisesse comprar algum banco, não poderia transferir ações ordinárias sem perder o controle, o que era uma trava indesejada. A família

Moreira Salles era, sem nenhuma dúvida, o ativo mais valioso que o Unibanco possuía e que qualquer outro banco poderia desejar. Aí surgiu minha iniciativa de ir ao Israel dizer que nós éramos sócios da família Moreira Salles e era neles que acreditávamos. Portanto, se eles achassem conveniente usar nossas ações ordinárias de forma a garantir o controle de um banco maior, nós os acompanharíamos como minoritários até onde eles quisessem. Ele ouviu, agradeceu e guardou a ideia até que ela fosse aplicável, o que ocorreu no ano da quebra do banco Nacional, em 1996 — quando ele foi incorporado pelo Unibanco. O Banco Central recebeu ações do Unibanco nesse processo, e vendeu todas elas na bolsa de Nova York mais tarde, com lucro. Foi a maior operação de venda de ações brasileiras em Nova York.

Um benefício adicional e inestimável desse investimento no Unibanco e da nossa participação em 1996 foi poder participar do conselho de administração do banco. Para mim, era uma tremenda aula. Estavam no conselho Pedro Bodin, Armínio Fraga, Pedro Malan, João Dionísio.⁴ Só craques. Eu quase tomava nota do que diziam. Afinal era uma oportunidade de ouro: uma combinação de cabeças excelentes com abordagens inusitadas. Sempre tinha algum aspecto que eu jamais havia visto, ou uma verdade que eu não tinha percebido. Se fosse preciso, eu pagaria para participar. O Pedro Bodin batia sempre no ponto de que turbulência no Brasil era só uma questão de tempo e que, nesses momentos, os fluxos de recursos saem dos bancos menos seguros para os mais seguros — em geral, dos menores para os maiores. O importante era saber de que lado estávamos. De onde as águas correm ou para onde elas vão. É como se diz: “Dinheiro não some, passa de um lugar para outro”. Ele também dizia: “Se eu estivesse no Itaú, estaria tranquilo, porque, numa turbulência, com certeza as águas correm para lá. Mas, no Unibanco, precisamos ter mais cautela”.

E foi isso que de fato aconteceu. Em 2008, em meio à crise internacional, o dólar disparou. Começaram a aparecer diversos casos de empresas que tinham feito operações financeiras de altíssimo risco no mercado de câmbio e perderam dinheiro. A Sadia e a Aracruz tiveram prejuízos bilionários.⁵ Em alguns casos, os bancos cobriram parte do que as companhias precisavam pagar à bolsa por essas operações. A tesouraria do Unibanco tinha operações no mercado de câmbio, mas eram um hedge sobre títulos do governo dinamarquês. O mercado achou que o banco tinha dado empréstimos atrelados a contratos de câmbio, que poderiam não ser pagos pelas empresas. Naquele ambiente de incertezas, muita gente começou a temer pela saúde financeira da instituição e houve um aumento exagerado dos saques. Mas prevaleceu a

habilidade e competência dos controladores e dirigentes do banco, que conseguiram, em pouquíssimo tempo, alinhar a fusão salvadora com o Itaú. Na verdade, havia muito tempo o Unibanco avaliava a possibilidade de se fundir com algum concorrente. Tentou, mas não conseguiu comprar o Real.⁶ Para ser mais preciso: todo mundo conversava com todo mundo. No setor financeiro, não se fazia outra coisa senão conversar sobre as possibilidades. O objetivo era ganhar escala e se manter competitivo. O surpreendente foi a velocidade com que a fusão foi definida. Uma montagem de tirar o chapéu, que se deveu à integridade e à competência de todas as famílias envolvidas, os Moreira Salles e também os Villela e Setubal, que controlavam o Itaú.

A situação é mais complicada para os bancos de médio porte. Banco é um negócio de escala. Grandes instituições conseguem captar dinheiro de forma mais barata e emprestam esse dinheiro para os mesmos clientes dos bancos menores. A única saída para pequenos é pegar os clientes que os bancos não querem. Mas o risco é maior. Já investimos no banco Indusval, mas vendemos as ações.

Autopeças, ar-condicionado e fertilizantes

Tivemos histórias menos bombásticas, mas também bem-sucedidas, que seguiram princípios de investimento parecidos. Em 1988, o governo resolveu cortar o subsídio ao fertilizante. Até então, quem precisava de fertilizante podia financiar a compra com juros baixíssimos no Banco do Brasil. Além disso, o governo arcava com 40% do custo. Quando o Estado ficou sem dinheiro, a ajuda foi cortada. O mercado imediatamente concluiu que, diante disso, ninguém mais ia comprar fertilizante e as produtoras quebrariam. De novo, nosso pensamento foi: “Um país com o potencial agrícola do Brasil não vai abandonar o plantio e o adubo. Não sabemos como, mas os agricultores vão dar um jeito de comprar”. Compramos 14% das ações preferenciais da Manah, que produzia adubos e fertilizantes e foi a primeira empresa desse setor a abrir o capital e ter ações na Bolsa de Valores. A Manah também foi escolhida pela confiança e competência dos seus controladores. Só vendemos as ações quando a Manah foi comprada pela Bunge para criar, mais tarde, a Bunge Fertilizantes.

Outro investimento foi feito na Metal Leve.⁷ Quando era presidente, Fernando Collor veio com aquele discurso de que o Brasil tinha carroças, e não carros, e que

precisávamos modernizar o país. Na época, a indústria de autopeças no Brasil era vista como cara e ineficiente. A crença era que a abertura comercial prometida pelo Collor quebraria várias dessas empresas. Mas numa viagem ao Japão, dois anos antes desse discurso do Collor, eu tinha visto produtos da Metal Leve numa fábrica de tratores. Isso me chamou a atenção: na meca do modernismo industrial, havia produtos brasileiros. Acreditando que japonês não é idiota e devia ter boas razões para comprar da Metal Leve, navegamos na contramão do mercado, compramos ações da empresa quando a maioria estava vendendo e ganhamos dinheiro. Ficamos uns cinco anos na Metal Leve, uns oito na Manah e 22 no Unibanco.

Nem sempre essa visão dá certo. Um caso infeliz foi o da Coldex, uma empresa brasileira que fabricava aparelhos de climatização. No mundo, esse mercado crescia e ainda cresce mais que o PIB — é só pensar no aumento da presença de ar-condicionado nos ambientes que você frequenta todo dia, no aumento do consumo de alimentos refrigerados etc. Mas a Coldex enfrentava uma crise de razoável proporção e suas ações estavam baratas. Até aí, nossa tese estava certa. Mas havia outro fator que não ponderamos adequadamente. No final dos anos 1980, ainda havia no país um resquício de orgulho da engenharia nacional. A raiz de tudo era um sentimento da necessidade de independência tecnológica. Devíamos necessariamente consumir refrigeração nacional, desenhada por brasileiros. A Coldex foi nessa linha até quando aguentou, mas logo cedeu e passou a contar com a parceria tecnológica da Trane, uma empresa americana que era a maior do setor no mundo. As coisas começaram a melhorar, mas logo aconteceu algo que também era muito comum naquela época. O parceiro multinacional quis assumir o controle da operação no Brasil. Eu já era conselheiro da Coldex nessa hora e tentei ponderar com o controlador que era melhor ser um sócio minoritário de uma empresa saudável do que ser majoritário de um negócio inviável. Não consegui convencê-lo e acabamos vendendo nossas ações antes de a empresa se complicar a ponto de não valer mais nada. Ainda assim, perdemos dinheiro.

Outro prejuízo veio do nosso investimento na Bardella, uma empresa fundada em 1911 que fabrica equipamentos para diferentes indústrias, como as de energia, metalurgia e petróleo e gás. A empresa valia em bolsa menos do que o que tinha em caixa, portanto, parecia ser lucro fácil. Doce ilusão. Foi nesse período que me dei conta de que contabilidade é uma ferramenta poderosa, mas nem sempre diz tudo. A empresa foi dando pequenos lucros, não crescia e o caixa ia minguando. Também perdemos nessa empreitada.

Conflito de interesses

Em 2004, decidi me engajar numa empresa de administração de fundos de ações em sociedade com a Rio Bravo Investimentos, que tinha entre seus sócios Paulo Bilyk, Luis Claudio Garcia de Souza, Marcelo Medeiros e Marcelo Barbará⁸ — além do Gustavo Franco, ex-presidente do Banco Central. Os sócios da RB, meus amigos pessoais, sempre me falavam sobre a possibilidade de fazermos juntos qualquer coisa na área de ações. Ficava sempre na conversa até o dia em que o Mário Fleck, ex-presidente da Accenture no Brasil, entrou para a RB e eles entenderam que era o momento de começar a lançar fundos de ações. Nessa hora, fiz uma reflexão. Do jeito que eu investia, tinha um horizonte de investimento praticamente infinito. Fazia as aplicações a partir de uma empresa, a Bahema,⁹ que tinha acionistas. Se um acionista não estava contente com o meu desempenho, o máximo que podia fazer era vender sua participação a outro acionista. Em fundos, é diferente. O cotista decide sacar e o gestor pode ser obrigado a se desfazer de uma posição antes do tempo, para dar o dinheiro àquele cara. E, em geral, os investidores querem sacar quando as coisas estão ruins e aplicar mais quando tudo está bem — o que é exatamente o oposto do que eu faço.

Para tentar sair dessa armadilha, estabeleci com a Rio Bravo algumas regras mais severas de resgate para ter um pouco mais de conforto para seguir uma estratégia de mais longo prazo na bolsa. A primeira condição era que os saques só poderiam ser feitos com sessenta dias de aviso prévio. É um prazo longo no Brasil, onde pouquíssimos fundos têm carência para resgate. Mas, quando explicamos isso a alguns investidores americanos que queriam aplicar nos fundos, eles acharam sessenta dias pouco tempo: “Vocês não podem estar falando sério de que vão fazer investimento de longo prazo, ser ativistas na gestão, inclusive participando do conselho de administração, e vão permitir que seu investidor saia em apenas sessenta dias!”. Só que, para o investidor brasileiro, que ainda tinha um resquício de cultura inflacionária, e de muitas crises, era um período longo. A segunda regra foi que uma parte substancial da carteira seria investida em papéis mais líquidos e que não participaríamos da gestão dessas empresas. Isso porque precisávamos de ações que pudessem ser vendidas em pouco tempo para devolver o dinheiro aos investidores que decidissem sacar. A terceira cláusula dizia que uma parte substancial do patrimônio do fundo teria de ser

dos próprios gestores, para alinhar os interesses. Falávamos em um terço do patrimônio, regra que foi obedecida no começo, mas, à medida que o fundo foi crescendo, não conseguimos mais acompanhar.

O desempenho do fundo foi muito bom e posso dizer que o projeto foi um sucesso. O rendimento entre 2004 e 2012, quando saí, foi de quase 500%, enquanto o Ibovespa subiu menos de 200%. Atravessamos o ano de 2008, em que a bolsa caiu mais de 40%, com poucos saques, e isso certamente foi muito importante não só para o fundo cair bem menos que o Ibovespa em 2008, mas para ir melhor que o Ibovespa em 2009. Meu relacionamento com os demais sócios da Rio Bravo envolvidos na gestão de fundos de ações se dava por meio de uma reunião semanal de acompanhamento e de uma reunião mensal de comitê. Nesses encontros, decidíamos onde investir e o que vender. Eu participava da gestão de nove fundos, sendo alguns exclusivos de certos fundos de pensão. Faziam parte do comitê o Paulo Bilyk, o Mário Fleck e, eventualmente, o Gustavo Franco. A par de toda a sua genialidade, como toda pessoa que já lidou com números muito grandes no Banco Central, o Gustavo Franco não acha muita graça nos números pequenos das empresas. Já disse isso para ele.

No comitê, quando alguém dizia, por exemplo, “precisamos olhar a empresa tal”, um analista era encarregado de fazer um estudo sobre a companhia, para ser apresentado no mês seguinte. Se ainda fizesse sentido, a coisa era aprofundada num estudo completo que seria discutido no outro mês. Portanto, nunca comprávamos ações sem um mínimo de dois meses e meio de estudos. E, mesmo quando dávamos o o.k., a compra seguia um certo ritmo de namoro. Comprava um pouco, conhecia um pouco melhor, via as chances de participar do conselho. Não havia espaço para coisas como *stop loss* (que determina que o gestor deve vender uma ação quando a queda ultrapassa um percentual predefinido). Nosso caminho era sempre por teses. Vamos supor: se achávamos que o mercado imobiliário era promissor, escolhíamos uma empresa que julgávamos competente no setor ou que tinha espaço para uma reestruturação relevante e íamos adiante com essas crenças. Um *stop loss* só seria ativado se nossa “escolhida” começasse a cometer erros de execução, sem que a gente conseguisse enxergar uma saída. Não tinha a ver com o preço da ação, mas com a estratégia. Por disciplina, nenhuma das empresas em que investíamos representava mais de 20% do patrimônio total do fundo — o que significava que, se uma ação caísse 20%, a perda máxima para o fundo seria de 4%, um percentual digerível. Um momento educativo aconteceu quando nosso fundo caiu 14% num mês, durante a crise de 2008. Depois do susto inicial, vimos

que não precisávamos enfiar a cabeça num buraco. Renda variável é isso. Se o investidor gosta de ver seu patrimônio aumentar um pouco todo mês, deve ir para a renda fixa. No mês seguinte, o fundo subiu 11%.

A parceria com a Rio Bravo foi desfeita em 2012, porque montei outra gestora, a Teorema, que na verdade é um *family office* que reúne recursos meus e da minha família. A base do patrimônio da Teorema foram as ações do Itaú que recebemos quando houve a fusão com o Unibanco. Alguns investidores da Rio Bravo viam um conflito de interesses, porque eu estava em duas empresas e, em alguns casos, aplicava nas mesmas ações tanto nos fundos da Rio Bravo quanto nos da Teorema. Perguntavam: “Quando você decidir vender as ações, vai vender primeiro as de qual fundo?”. Teria de ficar me justificando sempre e isso criaria um problema para a Rio Bravo, então achamos que não valia a pena. Esse foi o primeiro problema. Além disso, sempre defendi um ponto: se alguém aplica num fundo de ações, quer ver o dinheiro em ações, não em caixa, ou seja, em aplicações conservadoras de renda fixa. É claro que, quando a bolsa vai mal, o caixa rende mais que as ações, mas renda variável é isso. Eu acho um desrespeito cobrar taxa de administração para deixar o dinheiro em caixa. Se o investidor quer ter dinheiro em caixa, ele vai buscar outro fundo para fazer isso, ou vai comprar títulos públicos, sei lá. Mas alguns gestores da Rio Bravo achavam que, em momentos de crise, era importante ter mais recursos em caixa para preservar o rendimento do fundo.

Lista de desejos

Quando investimos numa empresa, a primeira coisa que fazemos é elaborar algo que pode ser chamado lista de desejos: o que gostaria que essa empresa fizesse e o que poderia aumentar seu valor de mercado? Essa lista nos orienta. Mas é importante entender que ela é dinâmica, ou seja, à medida que conhecemos mais a companhia, acrescentamos ou modificamos alguns tópicos — e também tiramos os pontos que já foram encaminhados. Quando a lista fica curta demais, é provável que a ação já esteja no preço certo e seja hora de vender. Em geral, a política de dividendos da empresa faz parte dessa lista. É importante que haja o compromisso de distribuir dividendos com regularidade. O valor, claro, depende do estágio da companhia: as companhias mais maduras, que não demandam tantos investimentos, devem pagar mais do que aquelas

que estão crescendo. Mas os dividendos fazem muita diferença no retorno para o acionista.

Não costumo dar muita importância às avaliações de empresas problemáticas feitas por analistas do mercado financeiro — que geralmente acham que a vida se resolve com grandes e rápidas tacadas. Não tem grande tacada na vida real. Tem trabalho. Muitas vezes, as mudanças demoram para maturar. Além disso, é importante dar voz às pessoas certas. Em 90% dos casos, as pessoas certas estão na própria empresa. Se não estiverem, aí sim vale a pena buscar no mercado.

As ideias de investimento surgem quase que por osmose. Ouço muita gente que respeito e, de repente, a ideia está dada. Só para ilustrar, hoje faço parte de seis conselhos de administração de empresas abertas. Você pode imaginar a quantidade de cabeças brilhantes que ouço. Algumas pessoas acham que o conselho é como a rainha da Inglaterra, que está lá só para constar, mas não decide muita coisa. Isso é verdade em alguns casos. Mas também há conselheiros que têm uma participação ativa e importante. Eu tento fazer valer a razão de estar lá. Em algumas ocasiões, consigo fazer prevalecer o que entendo como certo, mas também faço concessões.

Um exemplo de como o conselho pode funcionar bem aconteceu na Eternit, que fabrica materiais de construção e, principalmente, telhas de amianto. Quem me alertou para o assunto no final da década de 1990 foi o pessoal da Dynamo, uma gestora de fundos de ações do Rio que sempre admirei muito. A tese era que os problemas relativos ao amianto estavam superdimensionados na cabeça das pessoas no Brasil e que a empresa era uma joia vendida a preço de banana. A Eternit tem uma mina de amianto crisotila em Goiás, de onde exporta para o mundo todo.¹⁰ Em 2002, quando começamos a comprar ações da Eternit, o controlador, na prática, era a Saint-Gobain, uma multinacional francesa de materiais de construção. A Saint-Gobain não tinha a maioria das ações, mas havia montado um esquema com ações ordinárias e preferenciais que lhe dava a maioria das cadeiras do conselho de administração, o que garantia o controle. Eu fui eleito conselheiro num primeiro mandato, ainda nessa configuração. Liderava um pequeno grupo de investidores que acreditava que em pouco tempo a Saint-Gobain venderia sua participação por causa da pressão das autoridades na França, em razão da proibição do uso do amianto. Isso, na verdade, aconteceu em menos de um mês, quando todas as ações ordinárias foram vendidas na bolsa e as preferenciais foram compradas por mim. Lembro que negocieei com uma representante da Saint-Gobain que veio da Suíça e, em São Paulo, só conheceu o caminho do

aeroporto para meu escritório e a volta. A vontade dela de vender era tamanha que acertamos tudo em poucas horas e, no mesmo dia, ela voltou para Zurique. Tenho certeza de que não cheguei nem perto do seu preço-limite para vender, mas não me preocupava com isso, dada a certeza de que estava fazendo um excelente negócio.

Num primeiro momento, porém, a empresa estava sem um comando definido. Havia os administradores, mas não um dono ou um grupo de donos. O controlador tinha vendido tudo, e eu era a única pessoa que já fazia parte da Eternit e poderia tentar estabelecer o diálogo entre os administradores e os novos acionistas, que haviam comprado as ações vendidas pela Saint-Gobain. Peguei a lista dos novos acionistas e fiz uma visita pessoal a cada um dos que tinham comprado um volume relevante de ações. Começava a visita dizendo: “Lamento informar que a empresa está acéfala e, mesmo que não esteja nos seus planos, é muito importante elegermos um conselho que represente os acionistas e que interaja com a administração para haver uma continuidade nos negócios”. Cada um que topasse a missão ia para o conselho com as armas que tivesse. Nesse grupo estavam Lirio Parisotto, Victor Adler e Mu Hak You,¹¹ que foram vitais para a sobrevivência da Eternit. Além disso, por muita sorte, havia um corpo gestor na empresa, formado por pessoas de altíssimo gabarito e que tinham sido treinadas na cultura da Saint-Gobain. Assim, sem que houvesse nenhum acordo de acionistas assinado, começamos a tomar decisões num ambiente extremamente democrático, sempre com o interesse da empresa como guia.

Gostei bastante dessa que foi minha primeira experiência numa empresa sem controlador, em que o comando era exercido por um grupo de acionistas. Cada assunto era discutido abertamente e sempre se chegava a uma solução de consenso que maximizava o retorno para acionistas e gestores. Isso era pouco comum no Brasil, mas surgiram casos novos com a onda de aberturas de capital na Bovespa a partir de 2005. Seja porque as famílias que eram donas das empresas cresceram e se dividiram, não podendo manter o controle; seja pela presença de mais empresas e investidores estrangeiros que têm uma cultura de organização assim; seja pela necessidade de crescimento que fez com que o controlador concordasse em dividir o poder.¹²

Um jogo na missa

Tinha um amigo na Bahia que era muito rico e bem-sucedido. A fortuna da família havia

começado com o avô, um imigrante europeu que era alfaiate. Ele montou a alfaiataria em cima de uma agência da Western Union, que na época era especializada em telegramas e, para fazer essa comunicação, tinha um cabo submarino atravessando o oceano Atlântico. Curioso, esse alfaiate começou a frequentar o escritório da Western. Descobriu que eles tinham a cotação do cacau em Londres — e muitos de seus clientes cultivavam cacau. No início, achou que isso daria assunto para conversar com os clientes, mas logo percebeu que podia ganhar dinheiro com essa informação. Nas conversas com clientes, ele descobriu que a cotação de Londres só era conhecida no Brasil um dia depois. Assim, passou a comprar e vender cacau. Para encurtar a história, ele enriqueceu frequentando o escritório da Western, que era aberto a qualquer um que quisesse. Ele não entendia nada de cacau, só do escritório da Western.

Sempre me lembro disso ao investir num novo setor. É preciso ter um conhecimento que faça diferença na gestão da empresa — e um plano do que fazer para aumentar seu valor de mercado —, mas não acho necessário ser um especialista no setor. Entendo tanto de mercado imobiliário quanto jegue de missa. De saída, já tenho dificuldade para entender como é que alguém compra alguma coisa, como investimento, sabendo que, quando for vender essa coisa, o corretor ganhará 6% de comissão. Sou um homem de bolsa, onde o negócio é feito com transparência na frente de todos os outros compradores e vendedores. Imóvel é uma transação privada. Conheço muita gente que teve sucesso transacionando imóveis, mas não é para mim. Tive um único imóvel, em que morei por um tempo, mas vendi e moro de aluguel. É mais barato e mais prático. Se eu precisar de parte do dinheiro que está aplicada no imóvel, o que faço? Não posso vender um banheiro. Preciso vender tudo, pegar a parcela de que preciso, reinvestir o restante. Ainda assim, investi em incorporadoras, porque milhões de pessoas pensam de forma diferente.

O mercado imobiliário entrou na moda no Brasil entre 2007 e 2008: as empresas do setor estavam abrindo o capital, havia muitos lançamentos e os preços estavam subindo. Nessa época, não achávamos que valia a pena investir no setor. É claro que o déficit habitacional brasileiro abre um enorme potencial para essa indústria, mas a euforia daqueles anos foi desmedida. Quando o mercado virou, a partir de 2011, passou a nos interessar. Começamos a olhar para as incorporadoras. Nessa época, eu era conselheiro do Grupo Pão de Açúcar e um dos meus colegas lá era o Caio Mattar, também presidente do conselho da Gafisa. Ele me convidou para fazer parte do conselho da Gafisa e aceitei, mas não tinha nenhuma intenção de investir na companhia. A primeira

incorporadora em que investimos foi a JHSF, que é diferente da Gafisa, por ser mais focada na alta renda. Só que as ações da JHSF subiram muito, sem que a gente tivesse conseguido comprar mais do que uns 20% do que pretendíamos. Então surgiu a oportunidade de investir na Gafisa em 2010.¹³ Estando lá, vi que havia coisas que podiam ser melhoradas, que é o tipo de situação de que gosto bastante. Se não tem o que melhorar, o potencial de valorização das ações é menor.

Outro ponto que nos animou foi o fato de o capital da Gafisa ser totalmente pulverizado, ou seja, não havia um controlador. Concordávamos que faltava a figura de um dono, ou de muitos donos, gente que, na hora de tomar uma decisão, sabe que o peso de um erro pode significar uma perda substancial. Por mais que uma empresa tenha um sistema de remuneração meritocrático, o diretor perde o bônus se algo dá errado. Já o acionista perde o capital investido. O problema é que não havia muitos acionistas com essa cabeça de dono. Muitos eram estrangeiros, órfãos do Sam Zell¹⁴ e sem muito conhecimento de Brasil. Tinha um americano, ótima pessoa, mas que era conselheiro da Gafisa porque era proprietário de uma fazenda de uvas no Chile e aproveitava a passagem para visitar a fazenda. Os brasileiros que poderiam fazer esse papel de dono eram, na maioria, fundos que dependiam de cotistas — se os cotistas decidissem sacar recursos amanhã, o gestor seria obrigado a desfazer sua posição e sair da Gafisa. Então começamos o trabalho montando um conselho mais atuante. Os americanos ainda estão lá, mas há outros conselheiros interessados, presentes no dia a dia. Achamos que a Gafisa fez a lição de casa perfeita: encolheu, passou a controlar melhor as obras, vendeu uma empresa excelente, a Alphaville, de loteamentos, o que ajudou a reduzir o endividamento. O que dá pena é que, quando a companhia estava pronta para crescer de novo, já eram quatro horas da manhã e a festa tinha acabado. Em 2015, o mercado imobiliário estava horroroso. É preciso esperar para tentar aproveitar o novo ciclo de expansão.

O governo é um bom controlador?

A questão das empresas estatais é o tema de uma briga que tive por anos com um sócio da Rio Bravo. Para ele, todas as estatais têm de morrer. Também gostaria que fosse assim, mas negar qualquer valor a essas empresas é um exagero. Existe, sim, um conflito de interesses: nem sempre o que o controlador, que é o governo, quer é o

melhor para a companhia. Assim, nem todas as decisões serão tomadas considerando a racionalidade econômica. Apesar disso, acredito que há, sim, boas oportunidades em empresas estatais. Uma regra genérica de não ter ações dessas companhias é como uma regra de parar de pensar. Vale a pena refletir sobre todas as coisas e ponderar os aspectos positivos e os negativos sem excluir nada antecipadamente. Na minha experiência de revendedor Caterpillar, tive algum contato com a mineradora Vale, na época em que era estatal, ao mesmo tempo que tive contato com muitas companhias privadas desse setor. Posso dizer, sem medo de cometer injustiças, que a Vale era o nosso cliente mais competente, melhor do que qualquer cliente privado que tínhamos.

Em 2015, passei a fazer parte do conselho da Petrobras — basicamente por patriotismo. Não investia na Petrobras: tinha apenas 250 ações, para poder participar do conselho. Quero tentar ajudar a endireitar as coisas na empresa e também tenho uma enorme curiosidade intelectual de entender como a companhia funciona. Recebi um convite para algo que considero imperdível. Até por caminhos tortos, o conselho é independente e tem vontade de fazer mudanças. As decisões que a empresa está tomando — como reajustar o preço dos combustíveis e vender ativos para reduzir a dívida — estão no caminho certo. Eventualmente na velocidade errada. Existe, entre os funcionários, uma sensação de que a Petrobras não vai quebrar nunca, porque é do governo. Isso é ruim para a empresa. O interessante é que, apesar dessa sensação, a alta gerência tem vontade de melhorar a situação da companhia, cortar custos, reajustar preços. É um processo em andamento.

Sempre tentei conciliar minhas ideias de investimento com as premissas do meu pai, que tinha aversão à especulação financeira e queria mesmo era gerar empregos. Eu chegava a fazer a conta: via quantos funcionários as empresas em que investíamos tinham e ponderava pela nossa participação no capital. Dizia: “Está vendo? Temos tantos funcionários”. O Unibanco, por exemplo, tinha 19 mil funcionários. Nós tínhamos 5% do Unibanco, ou seja, gerávamos 950 empregos. Mas ele não se convencia. Então, nos anos 1990, as cadeias internacionais de fast-food começaram a chegar ao Brasil — e elas geravam muitos empregos. Decidimos criar uma subsidiária da rede americana de lanchonetes Arby’s, com lojas próprias e também franquias. Mas cometemos um erro enorme, que foi avaliar mal a necessidade de escala do negócio. E esse erro nos custou caro. A escala era muito mais importante do que pensávamos. O consumidor podia tomar uma Coca-Cola no Arby’s ou no McDonald’s — e, obviamente, ele não via razão nenhuma para pagar mais caro pela nossa Coca-Cola do que pela do concorrente.

Depois de seis anos de implantação da rede e já com mais de vinte lojas abertas, o nosso preço de compra de Coca-Cola era o dobro do preço do McDonald's. E o preço de venda era o mesmo. Além disso: como fazer propaganda de uma rede de vinte lojas quando seu concorrente tem quatrocentas? Nesse segmento, quem não tem escala não tem nada, porque o lucro depende de custos menores, já que o preço é razoavelmente padronizado. Desistimos do Arby's e nunca mais investimos nesse setor.

Lucro com propósito

Faço parte de uma força-tarefa que está querendo implementar no Brasil o que chamam de investimentos de impacto. Significa fazer investimentos que tenham um propósito e provoquem algum impacto social. Não é caridade, porque o objetivo de todo investimento é dar lucro. Mas, nesse caso, é lucro e algo mais. Achava uma ideia meio romântica até que fui a um seminário em San Francisco cheio de gente séria falando sobre isso. Os grandes bancos, como o J. P. Morgan, também estão participando. O investidor do século XIX só pensava no retorno financeiro; o do século XX avaliava o retorno e o risco; e o do século XXI começa a pensar também na sociedade, no que pode fazer para melhorar o mundo, ganhando dinheiro. Na Inglaterra, o governo decidiu alocar todo o dinheiro de contas bancárias abandonadas, sem movimentação há cinquenta anos, em investimentos de impacto social. Acho que deu uns 400 milhões de libras. O projeto era recuperar presidiários. O país tem uma estatística que mostra que cerca de 70% das pessoas que saem da prisão voltam para a cadeia em até dezoito meses. Um grupo de investidores propôs ao governo diminuir essa taxa. Eles queriam investir um dinheiro contratando pessoas ou ONGs especializadas em reinserir ex-presidiários e, se desse certo, receber um rendimento sobre esse capital aplicado. Deu certíssimo.¹⁵

Ouvi outro dia a seguinte história: se um povoado à beira de um lago começar a crescer muito e, por consequência, poluir o lago, obrigando a população a construir uma usina para despoluir as águas, a construção e a operação dessa usina vão contar pontos no PIB do povoado. Embora, na verdade, o povoado só tenha voltado ao ponto de partida. Por isso, acho que a forma de medir o progresso vai mudar e, como investidores, temos de ficar atentos a isso e aos nossos valores.

Meu conselho para quem está começando a trabalhar na área de investimentos é não

ficar tentando ser cópia de alguém. Deve construir sua carreira em cima de suas aptidões e competências. Não existe uma fórmula para o sucesso — mas a melhor é a que espelha quem você é. Para dar um exemplo: minhas duas filhas têm um ano de diferença de idade. Ambas estudaram na Fundação Getulio Vargas no mesmo ano. Uma faz decoração de festas e tem total aptidão para marketing e coisas do gênero. A outra adora finanças e estudar empresas — e trabalha comigo na Bahema. São totalmente diferentes, mas ambas muito competentes. O que eu desejo é que cada uma batalhe muito.

COMO FAZER BONS INVESTIMENTOS

O que é mais relevante, na opinião de Guilherme Affonso Ferreira

- 1 Analise a fundo a empresa em que vai investir. É preciso entender seus pontos fortes e fracos e sua estratégia de crescimento.
- 2 Decidir qual é o melhor momento para comprar uma ação é tão importante quanto resolver quando vendê-la. Só venda se o desempenho da empresa ficar abaixo do esperado e não houver perspectiva de melhora.
- 3 Mantenha sua estratégia de investimento durante as crises. O mercado de ações é volátil. Quedas pontuais não devem assustar o investidor de longo prazo.
- 4 Avalie o histórico dos donos e principais executivos das empresas antes de investir. Escolher as pessoas certas é mais importante do que escolher a indústria certa. Bons gestores são capazes de fazer a diferença.
- 5 Escolhidas as pessoas certas, confie nelas.

LIVROS INDICADOS

Os tambores de São Luís

Josué Montello

Cem anos de solidão

Gabriel García Márquez

Pantaleão e as visitadoras

Mario Vargas Llosa

“Os livros que mais me cativaram não têm a ver com o mundo financeiro. *Os tambores de São Luís* é muito interessante porque traz aspectos importantes e enriquecedores da história brasileira. Ajuda a entender um pouco melhor as nossas raízes. O livro de Vargas Llosa é um relato sobre o lado belo e romântico da latinidade e o de García Márquez mostra como a poesia prevalece sobre a racionalidade.”

-
- 1 Empresa que tinha sócios canadenses e atuava na geração e na distribuição de energia elétrica em São Paulo e no Rio de Janeiro. Começou a operar no Brasil em 1899 e continua até hoje. Foi privatizada em 1996 e, hoje, seus principais sócios são a Cemig, o consórcio RME e a Luce Empreendimentos e Participações.
 - 2 Encilhar significa preparar cavalos para corrida, e o termo foi usado para descrever a primeira bolha especulativa do Brasil por aludir à euforia que precede as corridas. Em 1889, o governo decidiu estimular a industrialização facilitando o acesso a crédito. Novas empresas foram criadas e muitas abriram o capital na bolsa do Rio de Janeiro. Como havia excesso de dinheiro em circulação, os preços das ações foram inflados e, depois de um tempo, passaram a cair. Também houve fraudes. A bolha estourou em 1892 e provocou uma crise financeira.
 - 3 Israel Vainboim entrou para o Unibanco em 1969 e presidiu o banco entre 1988 e 1992. Foi conselheiro até 2008 e, após a fusão com o Itaú, foi conselheiro do novo banco até 2015.
 - 4 Pedro Bodin foi diretor do Banco Central e do BNDES e é sócio do grupo Icatu. Armínio Fraga foi presidente do Banco Central e é sócio da gestora Gávea. Pedro Malan foi ministro da Fazenda. João Dionísio Amoêdo foi vice-presidente do Unibanco, sócio do BBA e fundou o Partido Novo.
 - 5 Por conta dos prejuízos, a Sadia se fundiu à Perdigão para criar a BRF e a Aracruz se fundiu à Votorantim Papel e Celulose, dando origem à Fibria.
 - 6 O Real foi vendido ao banco holandês ABN e, em 2007, ao espanhol Santander.
 - 7 A Metal Leve foi comprada pela concorrente alemã Mahle.
 - 8 Marcelo Barbará e Marcelo Medeiros foram sócios do banco Garantia. Paulo Bylik e Luis Claudio Garcia de Souza foram sócios do banco Pactual.
 - 9 Bahema é Bahia Equipamentos e Máquinas. Trata-se da empresa fundada pelo pai de Guilherme Affonso Ferreira, que se tornou revendedora da Caterpillar.
 - 10 No Brasil, a fabricação e o comércio do amianto crisotila foram regulamentados nos anos 1990. Outros tipos de amianto, como o anfíbio, são proibidos. Há estudos que mostram que o manuseio do amianto anfíbio em indústrias, para a fabricação de materiais de construção, provocou câncer e doenças respiratórias em trabalhadores, principalmente na Europa e nos Estados Unidos. Outros especialistas dizem que todos os tipos de amianto são cancerígenos e defendem a proibição total ao uso, como ocorre nos Estados Unidos e em muitos países europeus. Alguns estados brasileiros, como São Paulo e Rio de Janeiro, também proíbem o uso, apesar da regulamentação federal.

- 11 Os três são grandes investidores da bolsa brasileira. Parisotto é dono da fabricante de DVDs Videolar e de uma fortuna estimada em 1,7 bilhão de dólares; Mu Hak é gestor do fundo GWI, que quebrou na crise de 2008 e gerou enormes prejuízos aos cotistas.
- 12 Guilherme Affonso Ferreira vendeu as ações da Eternit em 2010, quando surgiram divergências no conselho.
- 13 A Gafisa perdeu dinheiro com o estouro de custos e com a compra da Tenda, construtora de baixa renda que tinha clientes inadimplentes e obras atrasadas. Em 2011, a Gafisa teve prejuízo de quase 1 bilhão de reais.
- 14 Sam Zell é um dos maiores investidores imobiliários do mundo e controlou a Gafisa até 2010.
- 15 Um trabalho feito entre 2010 e 2014 com ex-presidiários da região de Peterborough, no leste da Inglaterra, reduziu em 10% a taxa de volta à prisão.

CAPÍTULO 6

José Carlos Reis de Magalhães Neto

Fundou sua gestora de recursos, a Tarpon, em 2002, quando tinha 24 anos. Hoje, a Tarpon tem cerca de 10 bilhões de reais de patrimônio¹ e é a maior acionista da empresa de alimentos BRF. Também investe nas ações do grupo de ensino Somos Educação, da Dufry, que é dona de lojas em aeroportos, e da Ômega Energia Renovável. Antes da Tarpon, Zeca Magalhães, como é mais conhecido, trabalhou no banco Patrimônio, na gestora de fundos de private equity GP e na Semco. Formou-se em administração de empresas na Fundação Getúlio Vargas de São Paulo e tem 37 anos.

A experiência traumática que ajudou

Comecei a investir em ações com dezesseis anos. Frequentava o escritório do meu pai, que ele dividia com um primo chamado Luiz Alves Paes de Barros.² Eles trabalhavam de uma forma absolutamente informal, e eu comecei a tentar replicar o que via, que era, em essência, investir na bolsa de forma concentrada. Ou seja, acompanhar poucas empresas e setores para poder ter uma visão mais aprofundada sobre eles. Passei a entender que ações são pedaços de negócios que podem ser comprados, numa abordagem diferente do senso geral. Aquilo começou a moldar minha lógica de investimento.

Como tudo era informal, eu não recebia salário. Ficava com o que conseguia lucrar com os investimentos. Cheguei a ganhar um dinheirinho na época, mas perdi tudo, porque arrisquei demais. Como muitos jovens, comecei a achar que podia mais, e deu tudo errado. Foi uma experiência traumática, porque eu tinha acabado de fazer dezoito anos, entrar na faculdade e ganhar um carro, e tive de vender o carro para cobrir os

prejuízos. Mas, felizmente, isso aconteceu muito cedo na minha carreira e acabou sendo bom, porque aprendi que não vale a pena alavancar.³

Levava a faculdade em paralelo, mas tinha um coeficiente de aprendizado melhor com as vivências profissionais do que academicamente. Mais tarde me arrependi de ter dado pouca atenção à faculdade. O fato é que fui me tornando cada vez mais ativo nos investimentos, queria moldar um estilo próprio, encontrar histórias novas no mercado. Analisava as empresas, acertava, errava e ia criando uma filosofia.

Quando estava no segundo ano do curso de administração da GV (Fundação Getúlio Vargas), apareceu a chance de fazer um estágio e eu achei interessante. Estava legal com meu pai e meu tio, mas era uma coisa muito intuitiva e pouco profissional. Queria um ambiente mais formal — e também queria ganhar salário. Meu primo de segundo grau era sócio do banco Patrimônio, e eu tinha muita curiosidade de conhecer aquilo. Queria saber como funcionava um banco, como as decisões eram tomadas. Ele falou: “Tenho uma boa e uma má notícia. A boa é que você pode vir aqui conhecer. A má é que você nunca vai ser contratado porque é meu primo e pega meio mal”. Fui lá conhecer e o que era para ser uma conversa de uma hora acabou virando uma entrevista de dois dias, e um cara meio louco mandou me contratar. O Jair Ribeiro, fundador do banco, disse o seguinte para o meu primo: “Para com isso, aqui não tem esse papo de pegar mal porque é da família. O menino parece que tem alguma emoção. Vamos em frente”. Fui trabalhar na área de gestão de recursos, focado em bolsa. Aplicava principalmente em *small caps*, que são os papéis menos negociados do mercado e estavam atraindo a atenção de mais investidores naquela época.

Em 1999, o banco Chase Manhattan⁴ comprou o Patrimônio e aí o escritório virou uma burocracia danada. Formalmente, eu era estagiário, mas na prática fazia coisas muito mais legais do que um estagiário costuma fazer. Só que, como eu não era formado, o pessoal do Chase começou a me podar. A primeira providência foi tirar meu cartão de visitas, porque “estagiário não pode representar o banco”. Foi simbólico, porque fiquei sem autonomia para tocar qualquer coisa. Deixei de ajudar na gestão do fundo de ações e de analisar empresas. Durei um mês nesse esquema até que resolvi sair.

“Alguns diretores ameaçaram pedir demissão quando entrei”

Achei que precisava aprender como tocar um negócio. Minha ideia era unir minha experiência em investimentos com a parte de gestão para entender como as empresas criavam valor. Aí fui trabalhar na GP, um fundo de *private equity* que sempre teve um prisma de controlar as empresas em que investe e de participar ativamente da gestão. Essa influência foi muito importante. Ao longo do tempo, acabamos fazendo isso na Tarpon. Fiquei cerca de um ano na GP.

Quando tinha 21 anos, o Ricardo Semler, dono da Semco, me chamou para ser sócio dele. Eu fui indicado para ser diretor de novos negócios na Semco, que devia ter entre 3 mil e 4 mil funcionários.⁵ Alguns diretores ameaçaram pedir demissão quando entrei. Como um cara de 21 anos ia ser chefe? O Ricardo pirou de vez? É compreensível, mas eu não esperava essa reação da turma. Depois de um tempo, acabamos nos entendendo. Na Semco, tive uma experiência de executivo, de pôr a mão na massa, vender contratos, reduzir custos.

Estávamos na época da euforia com as empresas de internet, e meu trabalho era identificar linhas de negócio que a Semco poderia criar ou fazer parcerias com outras empresas para atuar em determinadas áreas. No ano 2000, fui para a Califórnia atrás de uma empresa de tecnologia que criou um software para fazer a gestão de documentos, imóveis e outros ativos que não são o negócio central das companhias. A Semco prestava esse serviço para várias empresas, mas o sistema era off-line. O software dessa *startup* permitia fazer tudo isso on-line. Lembro-me de pensar: “Achei o Santo Graal para a Semco”. Queria fazer uma joint venture e trazer os americanos para a América Latina. Achei que ia explodir — e realmente explodiu: a empresa quebrou. Era uma fraude. Tinha capital aberto, valia uns 10 bilhões de dólares na bolsa americana, mas havia problemas no balanço e a companhia desmilinguiu. Era um blefe. A sorte é que não tínhamos começado a operação ainda, nem assinado contratos. Só havíamos visitado alguns clientes para checar se havia demanda pelo tal software. Claro que havia demanda, o que não havia era uma empresa qualificada. Investi muito tempo nesse projeto e deu tudo errado. Acredite ou não, me lembro disso como uma experiência legal. Muitas empresas de internet tiveram problemas naquela época, algumas fecharam, e tive meu aprendizado. Não dá para ter medo de correr riscos ou de começar um novo negócio.

Empresa própria aos 24 anos

Depois de dois anos na Semco, resolvi reunir todas essas experiências e influências que havia tido e fundar uma empresa. Fui tocando essa empresa em paralelo, mas vi que, se não me dedicasse em tempo integral, a coisa não decolaria. Então decidi montar a Tarpon, uma gestora de recursos, em 2002. Tinha 24 anos. A grande dificuldade inicial foi mostrar credibilidade. Por que alguém daria dinheiro para um menino de 24 anos, sem histórico, investir? Além disso, sempre é bom se resguardar e acoplar a experiência de gente mais vivida para tentar evitar algumas armadilhas normais de juventude, de excesso de energia, de testosterona. Por isso formei uma espécie de conselho consultivo com pessoas que eu conhecia e sabia que poderiam contribuir para melhorar a gestora, além de emprestar um pouco de credibilidade: Guilherme Affonso Ferreira, Luis Stuhlberger, Ricardo Semler e Luiz Alves.

No início, a conta da Tarpon não fechava, porque éramos muito pequenos. Tínhamos apenas 1,5 milhão de dólares sob gestão, mal conseguíamos cobrir nossos custos. Mas, contando com a experiência desse conselho, fomos construindo a ponte com os investidores. Depois fechamos uma parceria com a gestora de recursos Hedging-Griffo, que distribuía nossos produtos, e começamos a captar clientes e a crescer.

O investimento inicial para montar a Tarpon veio do Ricardo Semler, que proveu a infraestrutura também. A gente não tinha condição de pagar nada, imóvel, telefonia, então ele, em troca de uma participação no capital, forneceu tudo isso sem custo. O sócio inicial executivo era eu. Em 2003, veio nosso primeiro sócio executivo, o Pedro Faria, que continua na Tarpon e é presidente da companhia de alimentos BRF, um grande investimento nosso. Em 2004, entrou o Edu (Eduardo Mufarej), que também está até hoje. Em seguida, veio o Álvaro Schocair, que já saiu. Depois, o Fernando Shayer, o Marcelo Lima e, mais recentemente, o Alex (José Alexandre Borges). Hoje, a Tarpon conta com treze sócios executivos muito alinhados em termos de valores, DNA e sonhos, mas com perfis diferentes. Cada um com suas maluquices, seus talentos e fraquezas. O desafio é dosar tudo isso de uma maneira que favoreça o coletivo.

Encaramos o risco de um jeito diferente da maioria dos profissionais de mercado. Não vemos a volatilidade como risco. A alta e a baixa dos preços das ações fazem parte da dinâmica da bolsa. Para a gente, risco é a possibilidade de um negócio se deteriorar de forma permanente e não gerar mais valor para seus acionistas. A turma fala: “Ah, a Tarpon é muito agressiva porque coloca metade dos recursos do fundo numa única empresa, que é o caso da BRF hoje”.⁶ Isso não faz sentido. O que é melhor:

ter boa parte da carteira concentrada nas ações de uma companhia de alimentos que está em 170 países, tem marcas superfortes e custos de produção excelentes, ou ter uma variedade de papéis de estatais e produtoras de commodities? Durmo muito melhor tendo 55% do patrimônio investido em ações da BRF. Não é certo nem errado, é só um jeito particular de avaliar risco.

Quer ver uma dimensão de risco muito curiosa? O dono da empresa muitas vezes acha que o grande risco é não fazer o que o investidor quer. O investidor pede e o cara vai lá e faz. Para mim, é o oposto: fazer o que o investidor quer é o que acaba “comoditizando” a empresa ao longo do tempo. O empresário se torna refém de burocratas e não mostra o seu talento, que é o que está por trás de seu sucesso. Fazer diferente não é arriscado, é o que mitiga o risco. Vale para gestão de fundos. Ter o mesmo papo, os mesmos investidores, diversificar em trinta ações, que são as que todo mundo tem — isso é arriscado.

“Bom cavalo gripado”

No início, não havia a menor sintonia entre nossa filosofia de investimento e o que os investidores queriam. Se o trimestre não era bom, muitos queriam sair. O investidor costuma tirar o dinheiro do fundo quando a rentabilidade piora e aplicar quando o retorno aumenta, mas geralmente é melhor fazer o contrário, porque na crise podem surgir boas oportunidades. Só que é difícil levantar capital em momentos de estresse. Essa é uma dinâmica perversa que, no fim das contas, é ruim para todo mundo.

Um exemplo dessa falta de sintonia ocorreu no nosso investimento na Acesita, uma siderúrgica. Em 2005, tínhamos cerca de 45% do patrimônio do fundo em ações da empresa. Queríamos comprar o controle da companhia, mas não tínhamos dinheiro e estávamos concorrendo com a Arcelor, uma concorrente estrangeira que queria incorporar a Acesita. Houve uma conjuntura bastante desfavorável no mercado de siderurgia, a ação acabou caindo 50%, mas achávamos que a Acesita era como um “bom cavalo gripado”: tinha muito potencial, mas passava por um momento ruim. Por isso, quanto mais a ação caía, mais interessante ficava. Só que não conseguíamos comprar mais papéis porque tínhamos uma chuva de resgates no fundo, de investidores preocupados com a perda de curto prazo. Íamos sendo obrigados a vender as ações porque os investidores não entendiam ou não queriam entender o que estava

acontecendo. O copo meio vazio predominava.⁷

Depois desse episódio, chegamos à seguinte conclusão: ou mudamos nosso estilo ou mudamos nossos investidores. A maioria das pessoas que conhecia dizia que eu tinha de mudar a Tarpon, mas ficamos com a segunda opção e fomos buscar investidores estrangeiros. Vimos que havia um pessoal lá fora, uma plateia que não conhecíamos e que colocava dinheiro em gestores que tinham uma visão parecida com a nossa. Pegamos quatro desses investidores e lançamos um fundo em 2006, que é o nosso principal fundo até hoje. Esses cotistas nos dão mais prazo para investir e flexibilidade.

Essas experiências, esse olho roxo, foram determinantes na nossa busca incessante por permanência de capital. Por isso, decidimos abrir o capital da Tarpon em 2007. Queremos construir uma relação de sócio com nossos investidores, em vez da relação típica gestor-investidor. Na abertura de capital, captamos recursos que foram realocados nos fundos. Assim, transformamos a Tarpon na principal investidora de seus fundos e começamos a ter uma estabilidade de capital que não era comum no setor. Isso permitiu ter uma visão de mais longo prazo e também ser mais flexível ao investir. Vemos isso como um diferencial e acho que deu certo. Quando a crise veio de verdade, em 2008, tínhamos munição para ficar ofensivos, e não defensivos, e foi isso que permitiu que fizéssemos nosso principal investimento: a compra das ações da Sadia, que depois se tornou a BRF.

O maior investimento: Golden Egg

O investimento que fizemos na Sadia reflete a evolução da Tarpon — e ajuda a explicar nossa filosofia. Compramos algumas ações da empresa em 2002, porque achávamos que a ação estava barata. Três anos depois, passamos a achar que o potencial tinha se esgotado, então vendemos e fomos em frente. Em 2008, fui surpreendido pela notícia de que a Sadia estava encrocada. A diretoria financeira havia resolvido aplicar o caixa em contratos cambiais de altíssimo risco e, quando a crise de 2008 eclodiu e o dólar subiu, a empresa teve prejuízos bilionários. Senti um pesar pelas pessoas. Arriscar toda uma história por falta de governança é algo muito complicado. O modelo de governança da Sadia foi se deformando e chegou ao ponto de o diretor financeiro responder diretamente ao conselho, sem passar pelo presidente. Com isso, foi tomada uma série de decisões equivocadas, que geraram perdas gigantescas.

Por outro lado, vimos nessa situação uma oportunidade. Pensamos o seguinte: conhecemos o negócio e temos não só capital, mas uma experiência acumulada que pode ajudar na gestão e reerguer a Sadia. Não queríamos ver a empresa abrir mão do trabalho de tantas décadas, de uma marca forte e dos seus ativos por conta de um percalço — relevante, sim, mas que não tinha a ver com o negócio, era um problema financeiro. Fizemos uma oferta. Nossa proposta foi comprar o controle com as famílias que eram donas da Sadia, Fontana e Furlan. Colocaríamos 2 bilhões de reais para restaurar o balanço que estava comprometido e as famílias continuariam no negócio.

Essa proposta mostra como a Tarpon estava evoluindo. Em 2002, não tínhamos como fazer nada a não ser comprar ações, porque tínhamos pouco patrimônio e pouca experiência. Em 2008, no meio da crise internacional, conseguimos que investidores nos dessem 2 bilhões de reais para investir numa empresa com problemas. Também queríamos ser ativos na gestão da empresa e ajudar a melhorar sua governança. Mas o acordo não foi assinado. Minimizamos o fato de estarmos competindo com um rival, a Perdigão, que tinha uma vantagem muito importante para oferecer: sinergias. Ou seja, se a Sadia se unisse à Perdigão, como acabou acontecendo, dando origem à BRF, as duas empresas poderiam integrar suas atividades e se beneficiar disso, tornando o negócio mais eficiente.

Uma coisa curiosa é que nos vimos numa situação de estar contra o governo Lula, que tinha toda uma inclinação para que se formassem os tais campeões nacionais — que foi o que prevaleceu quando a fusão entre a Sadia e a Perdigão foi anunciada, em 2009. Nosso sonho de futuro também era formar a BRF, mas não tinha esse nome. Chamávamos de Golden Egg. Obviamente tinha um pouco de pretensão, muita intenção, mas essa era a nossa vontade.

Ficamos muito tristes quando perdemos o negócio. Mas a BRF continuava precisando de uma capitalização, porque ainda tinha um buraco financeiro, e a Perdigão não dispunha de caixa para resolver isso. A BRF acabou decidindo fazer uma oferta de ações, ainda em 2009. Nesse contexto, avaliamos o seguinte: será que não podemos usar nossa capacidade de gestão nessa nova companhia e colaborar com os profissionais que estão ali e com os outros acionistas? A ideia era ter uma postura absolutamente amigável e construtiva. Vimos que havia espaço para isso e que, em termos econômicos, fazia sentido. Quando a empresa fez a oferta de ações, fomos um dos maiores compradores do papel. Continuamos comprando durante mais de um ano, até termos 2,4 bilhões de reais em 2011, o que correspondia a cerca de 40% do

patrimônio dos fundos da Tarpon na época. Assim, passamos a participar do conselho de administração da companhia e a ter acesso a seus comitês de gestão.

Nesse momento, começamos a encarar a BRF como investimento estratégico. Nosso papel era ajudar a construir o futuro de uma empresa que, na nossa visão, tem vinte, trinta anos num terreno bastante fértil. Éramos acionistas minoritários, mas tínhamos espaço para influenciar a gestão. Esse ângulo diferenciado se mostrou muito interessante. O tempo foi passando e a participação da BRF no nosso portfólio continuou crescendo. Fomos estudando, aprendendo e comprando mais ações. Também investimos em outras companhias, claro, e em meio a acertos e erros fomos ganhando experiência. Isso contribuiu para forjar um DNA de gestão empresarial e nos qualificou para uma operação ainda maior, e mais demandante, na BRF.

A transformação da BRF

Em um primeiro estágio, o Pedro Faria e eu fomos para o conselho da BRF e tentamos sugerir mudanças ali. Eu ficava fazendo discursos, mas não tivemos muito sucesso, a coisa não andava. Aí o Pedro, bem mais esperto que eu, falou: “Zeca, já estamos aqui há um ano e meio, daqui a pouco vai acabar nosso mandato no conselho. Acho que não deveríamos renovar. Aliás, devemos vender as ações, a não ser que realmente haja chance de modificar essa companhia. E, para modificar, tem de ser pelo topo”.

Em 2012, decidimos que era hora de ter um protagonismo maior no conselho de administração. Para isso, precisávamos de apoio. O apoio das famílias Fontana e Furlan, da Sadia, foi natural, porque existia um relacionamento pregresso. Uma coisa inesperada, e muito relevante para que esse plano saísse do papel, foi o apoio de outro acionista relevante, a Previ, que é o fundo de pensão dos funcionários do Banco do Brasil. Achávamos que havia um gap entre o que a empresa fazia e o que poderia fazer, e que seria possível crescer muito mais se houvesse alguma ousadia. Mostramos essa visão para a Previ, que resolveu apostar. Acho que a Previ foi um divisor de águas, que nos fez passar da intenção para, de fato, concretizar a possibilidade de transformar a BRF. Queríamos reformular completamente a estratégia e a gestão da companhia, e isso incluía mudar os principais cargos executivos e também o conselho.

Tínhamos nomes para assumir cargos executivos na BRF, mas faltava alguém para presidir o conselho de administração. Precisávamos de alguém que fosse capaz de fazer

uma transformação brutal na companhia — que não é qualquer companhia, é um gigante. Ao mesmo tempo, não queríamos um executivo, queríamos um parceiro, que tivesse capacidade de ser um acionista relevante e tivesse bagagem de empresário. Um dia, um sócio meu na Tarpon, o Philip Reade, disse: “Mas e o Abilio Diniz?”. Eu disse: “Nããão, ele está com o Casino no Pão de Açúcar”.⁸ Aí lembrei que ele estava para sair de lá. Sabe quando as fichas começam a cair? Falei: “Philip, você é um gênio, vou mandar um e-mail para o Abilio agora”.

Fomos acionistas do Pão de Açúcar entre 2007 e 2009, e chegamos a ser os maiores acionistas minoritários do grupo. Por isso, tínhamos construído uma relação com o Abilio. Mande o e-mail, falei que fazia anos que não nos víamos, mas que gostaria de levar uma ideia até ele. Obviamente, não contei a ideia por e-mail. Não sabia se ele iria responder primeiro porque não havíamos tido tantas interações assim. Havia uma empatia entre nós, mas foram poucos contatos. Além disso, ele estava num momento difícil. Estava negociando sua saída do Pão, e a briga entre ele e o Casino aparecia frequentemente nos jornais. Mas ele respondeu em três minutos e marcamos de conversar. Expliquei a ideia e, no começo, ele tomou um susto. Queríamos fazer uma grande transformação numa companhia maior que o Pão de Açúcar e gostaríamos que ele tivesse um papel de protagonista nesse processo. Ele pediu para pensar, claro, e acabou topando.

Levei o Abilio para falar com a Previ no fim de 2012. Queríamos tê-lo na chapa de conselheiros que seria apresentada na assembleia de acionistas em abril de 2013. Era para ser uma transição relativamente tranquila, mas o nome dele vazou em janeiro. Virou assunto de imprensa antes de a assembleia acontecer, o que gerou mal-estar. Mas acabou dando tudo certo. Na assembleia, o novo conselho foi aprovado por maioria; apenas dois acionistas votaram contra. Também foram aprovados o Claudio Galeazzi⁹ como presidente executivo e o Pedro Faria como presidente internacional (posteriormente, ele se tornou presidente global da BRF). Além disso, houve mudanças na diretoria: os novos diretores foram promovidos ou vieram de fora. Os que continuaram abraçaram a nova cultura, a nova ambição, e estão contribuindo para transformar a companhia.

Um jeito simplificado de olhar a transformação da BRF é afirmar que a empresa precisa ser menos uma indústria, uma fabricante de alimentos, e mais uma companhia focada no consumidor, que consiga explorar melhor o potencial de suas marcas, que são muito fortes, e sua capacidade de distribuição. Mas eu prefiro enxergar as mudanças a

partir de outro ponto de observação. Precisamos ter as bases para merecer a participação de mercado que temos e a ambição de crescer aqui e no exterior. Se a empresa não merecer, é fácil perder. Por isso, num primeiro momento, devemos investir muito em qualificar as pessoas, em disseminar o sistema de gestão, a cultura, o diálogo e as atitudes, assim como a necessidade de inovar e de zelar pela qualidade dos produtos. Do ponto de vista da jornada de transformação da BRF, a sensação é que estamos no primeiro minuto de um jogo de futebol de noventa minutos. Os jogadores estão ficando melhores física e taticamente e nossa expectativa é que sejam mais ousados e eficientes quando começarem a jogar de fato.¹⁰

No futuro, a potência estará nas pessoas, não nos profissionais. Profissional é uma coisa antiga. O que importa é como as pessoas interagem, como transformam suas ambições em realidade e se organizam numa dinâmica coletiva de alta performance. Queremos criar uma empresa diferente nos ramos em que atua, que consiga gerar valor para a sociedade por meio da transformação do mercado da alimentação. Sei que isso parece meio poético, mas, olhando para o futuro, acho que é esse tipo de abordagem que terá valor. A sociedade vai retribuir dando valor às empresas que somam, não às empresas que subtraem coisas da sociedade.

A indústria de alimentos tem uma responsabilidade adicional. Falar em transparência nesse setor ainda é complicado, não apenas no Brasil. Queremos revolucionar a indústria trazendo transparência e um jeito novo de fazer as coisas, do bem, aliado a um modelo de negócios sólido. Precisamos ter custos competitivos, uma cadeia de produção completa, que trabalhe de forma flexível e sincronizada, uma distribuição impecável, marcas fortes e participação de mercado dominante. Isso dá à empresa capacidade de gerar lucro e reinvesti-lo, mas esse ganho precisa estar a serviço de alguma coisa. Esse é o ponto. Não basta estar apenas a serviço de um grupo, sejam os acionistas ou os executivos da empresa. Acho que não haverá mais espaço para esse tipo de postura no futuro. Tendo propósito, é possível ter consumidores mais assíduos, que sabem diferenciar a empresa, e também pessoas melhores querendo fazer parte da equipe da companhia. Assim, a empresa produz mais, lucra mais e o acionista fica satisfeito. Queremos ficar na BRF até quando pudermos contribuir para articular esse sonho. Se houver alguém melhor, o bastão será passado. Mas, se conseguirmos nos renovar e atualizar, é possível que nosso investimento dure décadas.

Arrependimento com a Gerdau

Fizemos outros investimentos legais durante a crise de 2008, como a compra das ações da Cremer (empresa de produtos hospitalares) e das varejistas Hering e Marisa. Tenho certeza de que os grandes retornos que tivemos em 2009, 2010 e 2011 só vieram por conta dessa capacidade de ser ofensivo ao longo da crise. Não tentar ser herói, nem acertar o momento exato de comprar, porque é impossível saber quando o preço atingiu o mínimo, mas ser bastante aberto e, principalmente, ter capital para poder fazer as coisas.

É claro que o preço que vamos pagar por uma empresa importa, e somos bastante rigorosos nesse ponto: analisamos a fundo o balanço, o fluxo de caixa das empresas etc. Mas, entre preço e qualidade do negócio, estamos dando cada vez mais importância à qualidade. A qualidade é, no fim das contas, um grande escudo para os erros. A Coca-Cola aceita muito desaforo porque é um negócio muito bom. A meta é conseguir combinar preço interessante com qualidade de negócio única. Pode ser, por exemplo, uma empresa que tenha uma grande participação de mercado, um diferencial de custo relevante, uma gestão muito competente. É isso que gera valor para os acionistas no longo prazo.

O investimento na BRF é, disparado, o maior da Tarpon. Em segundo lugar, vem a Somos Educação (grupo que reúne redes de ensino) e, em seguida, a Ômega, de energias renováveis. A siderúrgica Gerdau, infelizmente, é um investimento pouco relevante, porque cometemos um erro brutal. Foi a última aplicação da Tarpon feita no modelo antigo. Compramos ações sem propósito, de forma passiva, e nos tornamos sócios de um negócio de qualidade inferior só porque achávamos que estava barato. Perdemos muito dinheiro: erramos em praticamente todas as dimensões de avaliação da empresa e do investimento. Foi uma decisão bastante infeliz. Essa trajetória negativa acabou nos ensinando um bocado. Mostrou como é importante estar junto das empresas e influenciar a gestão. Na Somos Educação, por exemplo, temos a mão na massa, como na BRF. Outra lição foi não investir em empresas cujos resultados são influenciados por variáveis que ela não controla, como o câmbio, que tem um impacto grande no setor de siderurgia.

Hesitamos antes de investir numa empresa de educação. Tínhamos dificuldade em associar maior qualidade com maior retorno, ou seja, associar propósito com lucro. Parecia que, nas universidades, quanto pior fosse o serviço ao estudante, mais lucro a

empresa tinha. Nossa impressão era que havia um incentivo esquisito para a companhia virar uma fábrica de diplomas, e o Fies contribuiu negativamente para reforçar essa lógica. Então ficamos fora quase que de uma farra do boi que aconteceu com esses grupos de ensino universitário.¹¹ Mas, no meio do caminho, vimos uma oportunidade de investir no segmento de educação infantil. Nesse caso, há uma correlação entre oferta e qualidade, porque as melhores escolas costumam atrair mais alunos. Assim, temos o propósito de contribuir para formar uma geração mais bacana de crianças e criamos o círculo virtuoso, como no caso da BRF. Por isso, escolhemos a Somos Educação, que é um grupo formado por esse tipo de escola. Quanto mais ferramentas o professor tiver para desempenhar melhor o seu trabalho — livros, apostilas, sistemas de ensino etc. —, melhor para todo mundo. O aluno fica feliz, assim como seus pais, o dono da escola e o acionista.

Um setor em que dificilmente voltaremos a investir é o imobiliário. Preferimos negócios que permitam a criação de barreiras de entrada com o tempo, se a empresa fizer um bom trabalho — o que dificulta a vida dos concorrentes. No mercado imobiliário, isso é muito difícil. Quando a companhia entrega o prédio, é como se o negócio acabasse e tivesse de ser reconstruído do zero, com a construção de um novo empreendimento. É muito desgastante. Já tivemos ações da Cyrela (incorporadora) e da Direcional (construtora), mas vimos que não é para a gente.

De toalha felpuda a pano de chão

Para definir o peso que cada ação terá na carteira, usamos o critério de confiança, mais em relação à qualidade do negócio do que em relação ao preço. Por que investimos tanto na BRF? Porque mesmo que a China bata no muro e que os juros subam nos Estados Unidos, comida continuará sendo um negócio importante. As pessoas podem postergar a construção de uma ponte ou a compra de um carro, mas precisam comer todos os dias. A BRF não tem só uma participação de mercado dominante e as melhores marcas. Ela integra toda a cadeia: está presente no campo — tem fazendeiros que são vendedores cativos —, na produção, no processamento e na distribuição. Tem capacidade para entregar em 150 mil pontos de vendas no Brasil, numa distribuição refrigerada e congelada. Ou seja, tem caminhões especiais que chegam até uma mercearia no meio do Maranhão. É um grande diferencial.

Com o tempo, estamos nos tornando mais especialistas. Vai ficar mais difícil ver a Tarpon investindo em qualquer setor. Se não temos ideia de como funciona um poço de petróleo, é complicado propor algo diferente para gerar valor. Queremos nos concentrar nas indústrias em que acumulamos experiência nos últimos anos, como as de alimentos, educação e saúde. É mais provável a Tarpon fazer um negócio nesses setores fora do Brasil do que num setor novo dentro do país. Acho que, daqui a vinte anos, o cara que fica na Faria Lima [Avenida Brigadeiro Faria Lima, um dos centros comerciais e financeiros de São Paulo] tendo ideia e se achando mais inteligente que o outro porque leu um relatório — não que isso não seja importante, é apenas insuficiente — vai estar cada vez mais defasado. A arbitragem de informação e de conhecimento está perdendo importância.

Gestão de fundos é algo cíclico. Vamos de toalha felpuda a pano de chão numa velocidade brutal. Mais do que se acostumar a isso, é preciso entender o processo para ser um investidor melhor. Em 2015 e 2016, vivemos uma crise doída para todos, empresários, consumidores, assalariados, investidores. Mas há um lado menos terrível dessa crise, que é o desejo do novo de romper com o velho. Por isso, acredito que seja o momento de contribuir para que as novidades floresçam. Não estamos numa crise econômica apenas, mas numa crise política e moral — e que, por isso, só será resolvida a partir de novos valores. Já começou a surgir uma luz. Houve um despertar de consciência da sociedade. Existe uma pressão por mais transparência e, além disso, atos ilícitos estão sendo punidos. Isso é bastante auspicioso. Obviamente as coisas não mudam de uma hora para outra, mas, se é esse o novo Brasil que está se formando, é algo que me deixa muito esperançoso. O processo pode ser doído, mas o resultado deve valer a pena.

COMO FAZER BONS INVESTIMENTOS

O que é mais relevante, na opinião de Zeca Magalhães

- 1 Faça análises aprofundadas. Só conseguimos conhecer em detalhes a estratégia e a evolução de poucas empresas. Diversificação não ajuda nesse aspecto.
- 2 Dê mais importância à qualidade que ao preço. Boas empresas têm mais condições

de gerar retornos no longo prazo do que companhias simplesmente baratas.

- 3 Pense e aja de forma diferente. Ter opiniões próprias aumenta as chances de conseguir um bom desempenho.
- 4 Não tenha pressa para ganhar dinheiro. Investir em derivativos e adotar outras estratégias de alto risco com o intuito de ganhar tempo podem comprometer sua capacidade de julgamento.
- 5 Não desista. Períodos de adversidades costumam favorecer o aprendizado e as transformações positivas.

LIVROS INDICADOS

Purpose: The Starting Point of Great Companies

Nikos Mourkogiannis e Roger Fisher

“As empresas movidas por um propósito têm mais condições de criar sistemas coletivos de alta performance duradouros. Esse livro, que tem quase dez anos, mostra quais são os tipos mais comuns de propósitos que movem as empresas. Mostra também como as pessoas que encontram significado no que fazem se tornam mais motivadas e produtivas. Acredito que um número cada vez maior de grandes companhias será formado assim.”

Rápido e devagar

Daniel Kahneman

“Vale a pena ler livros que ampliem a visão do investidor. Os conceitos básicos do mercado financeiro — análise de balanços, projeção de resultados etc. — são apenas o ponto de partida para fazer bons investimentos. É preciso conhecer melhor as empresas e analisá-las levando em conta o contexto em que suas pessoas e *stakeholders* estão inseridos. Tenho bastante curiosidade em relação ao tema da neurociência. O livro do Kahneman mostra como tomamos decisões e o que influencia nosso comportamento.”

- 2 Luiz Alves é um dos maiores investidores da bolsa brasileira. Era o maior principal acionista individual do Banco Real antes da venda para os holandeses do ABN Amro, em 1998. Em 2015, era um dos maiores acionistas do banco Alfa e da distribuidora de gás Comgás.
- 3 Conta que aplicou pesadamente em derivativos, contratos negociados no mercado futuro que permitem que o investidor assuma grandes riscos. Quando o investimento dá certo, os ganhos são elevados. Quando dá errado, no limite, o investidor pode perder mais do que tem. Veja mais detalhes no glossário no fim do livro.
- 4 O banco era um dos maiores dos Estados Unidos na época. Em 2000, comprou o concorrente J. P. Morgan por cerca de 30 bilhões de dólares e as instituições se fundiram.
- 5 A Semco foi fundada em 1953 e, até os anos 1980, produzia basicamente equipamentos para indústrias. Quando Ricardo Semler assumiu o comando da empresa, como sucessor de seu pai, abriu novas frentes de negócio, nos segmentos de imóveis, meio ambiente e tecnologia. Também ficou conhecido por modernizar a gestão da empresa. Hoje, a Semco assessora companhias que investem no Brasil.
- 6 Ele está se referindo à BRF (dona das marcas Sadia e Perdigão), que responde por 55% do patrimônio dos fundos da Tarpon.
- 7 A Arcelor comprou a Acesita em 2005. No ano seguinte, a Arcelor se fundiu à companhia indiana Mittal para formar a ArcelorMittal, um dos maiores grupos de siderurgia e mineração do mundo.
- 8 O varejista francês Casino assumiu o controle do Grupo Pão de Açúcar em 2012, em meio a uma disputa com o empresário Abílio Diniz. Diniz continuou como presidente do conselho de administração, mas deixou o cargo em 2013.
- 9 Claudio Galeazzi é fundador da consultoria Galeazzi & Associados, especializada em reestruturação de empresas. Em 2007, chamado por Abílio Diniz, iniciou uma reestruturação no Pão de Açúcar e se tornou presidente da empresa.
- 10 Zeca falou isso em setembro de 2015.
- 11 Em 2010, o governo federal ampliou o Fies, programa público de financiamento a estudantes de ensino superior. Até o fim de 2014, concedeu cerca de 30 bilhões de reais em crédito para o pagamento de mensalidades, o que situou as empresas brasileiras de educação Kroton e Estácio entre as maiores companhias do setor no mundo.

CAPÍTULO 7

Luiz Fernando Figueiredo

Foi diretor do Banco Central entre 1999 e 2003, no qual era responsável pelos departamentos bancário, de câmbio, mercado aberto e sistema de pagamentos. Também foi membro da Câmara de Política Econômica, fórum formal de discussões e decisões de assuntos econômicos do governo. Quando saiu do BC, montou a gestora de recursos Mauá Capital, que tem cerca de 2 bilhões de reais sob gestão.¹ Hoje, é presidente da Mauá. Entre 1993 e 1998, trabalhou no BBA, um dos bancos de investimento mais bem-sucedidos do país (vendido ao Itaú em 2002), em que foi sócio e diretor de tesouraria. Além disso, foi sócio fundador da gestora Gávea, do ex-presidente do Banco Central Armínio Fraga, e diretor da Anbima, associação que representa as instituições financeiras que atuam no mercado brasileiro de capitais. É formado em administração de empresas com especialização em finanças na Faap, de São Paulo, e tem 51 anos.

“Eu era o boboca”

Minha vida acadêmica não é nenhum espetáculo, muito pelo contrário. Formação é importante, mas não é a única coisa relevante. Eu fiz administração de empresas com ênfase em finanças na Faap, em São Paulo. Ao longo da carreira, fiz uma série de cursos de especialização, em economia e finanças, no exterior. Acabei indo para a área financeira por causa do meu pai. O Brasil sempre foi um país muito fechado e, como meu pai viajava com frequência para o exterior, contava suas experiências e falava o que estava acontecendo no mundo. Tinha almoços intermináveis sobre isso, e sempre me interessei em entender como funcionava a economia. No Brasil daquela época,

trabalhar no mercado financeiro era a melhor forma de saber o que estava acontecendo na economia e nas empresas. Um tio meu era sócio de uma distribuidora de valores, a Supra DTVM, e comecei a trabalhar lá como caixa, em 1982. E, claro, eu era o boboca. Os office boys me roubavam porque eu que cuidava dos tíquetes, do passe de ônibus etc. Às vezes, tinha de entregar o meu dinheiro porque o caixa não fechava. Aprendi a me organizar melhor, passei a auxiliar administrativo e, depois de um tempo, fui para a mesa de operações. A Bolsa de Mercadorias & Futuros estava surgindo, então eu operava, basicamente, derivativos.²

Trabalhei também na corretora Patente, que era muito tradicional, principalmente no mercado de ações de empresas de segunda linha.³ Como eu não era um analista de empresas, tive de achar o meu caminho lá, que foi fazendo operações estratégicas de maior risco nos mercados de ações, derivativos e renda fixa. Depois de um tempo, voltei para a Supra, fiquei lá mais um ano e pouco, até que ela quebrou. Fiquei num mato sem cachorro, porque boa parte do dinheiro que eu tinha estava lá. A intervenção do Banco Central durou uns oito meses, muito difíceis. No final, como a Supra tinha mais ativos que passivos, conseguiu pagar o que devia e recebi meus recursos de volta. Quando saí da Supra, tive duas propostas de emprego, uma para ir para a corretora Magliano e outra para trabalhar no J. P. Morgan, que na época funcionava apenas como corretora no Brasil. O J. P. Morgan disse que não tinha como me contratar, então fui para a Magliano. No ano seguinte, o J. P. me chamou. Eu fazia as operações financeiras de maior risco da instituição. Tive de estudar muito, fiz vários cursos, dava aulas também. Aí veio o caso Nahas, que quebrou a bolsa brasileira.⁴ Para tentar regular melhor o mercado, formou-se uma comissão de notáveis que criou uma série de amarras e destruiu o mercado de derivativos. As garantias que precisavam ser dadas pelos investidores para operar derivativos eram tão grandes que não valia a pena fazer as operações. Como os notáveis não entendiam como funcionava, em vez de criar regras para fazer uma evolução segura, simplesmente acabaram com o mercado.

Um dia, cheguei para o meu chefe e falei: “Olha, eu fazia um negócio que não existe mais, fique à vontade para me demitir”. Como o J. P. Morgan tinha acabado de receber a autorização do Banco Central para se tornar um banco e, por isso, ia montar uma área de câmbio, meu chefe me ofereceu uma vaga nessa área e topei. Eu me tornei responsável por administrar a gestão cambial do banco e também fazia operações cambiais para clientes. Fiquei cinco anos no J. P. Morgan e, em 1992, fui para o banco Nacional, também para administrar a gestão cambial. O Nacional era uma bagunça, mas

os donos estavam fazendo mudanças para tentar organizar. Para se ter uma ideia, mais ou menos metade das reuniões de diretoria era para discutir as posições que o banco tinha em diferentes mercados — de dólar, ouro etc. Eles não tinham controle de nada. Então importei algumas planilhas gerenciais que havia desenvolvido no J. P. Morgan e comecei, com a equipe, a criar controles e monitorar as posições do banco. Foi um período muito interessante, aprendi muito. O Nacional tinha uma equipe competente que queria, de fato, arrumar o banco, e não tínhamos a menor ideia de que havia fraude, nem como funcionava.⁵ Fiquei um ano lá e fui para o BBA.

A origem do BBA, fundado em 1988, é interessante. Naquela época, o Brasil não tinha condições de pagar sua dívida externa, então o governo criava mecanismos para reduzi-la. O Banco Central fazia leilões de títulos públicos já vencidos e os vendia para quem pagasse mais. Com isso, os credores recebiam menos do que o título valia e o governo ia diminuindo o tamanho da dívida. Uma alternativa para os credores que não queriam descontos era converter a dívida em investimentos no país. Quem tivesse, por exemplo, 100 milhões de dólares de crédito podia receber o equivalente em moeda local, sem perda, mas era obrigado a deixar os recursos no país. O Creditanstalt, um banco austríaco, tinha uns 20 milhões a receber na década de 1980. Alguns executivos do Bradesco sugeriram que a instituição usasse esse dinheiro para montar um banco no Brasil. O Creditanstalt topou, mas não tinha quem tocasse a operação brasileira. Então financiou dois sócios, Fernão Bracher e Antonio Beltran, para que eles fossem donos de 50% do banco aqui. Os outros 50% pertenciam ao Creditanstalt. Assim surgiu o BBA Creditanstalt, que foi extremamente bem-sucedido e acabou sendo comprado pelo Itaú, em 2002. Entrei no BBA em 1993, na área de câmbio. O ano seguinte foi histórico para o banco — em razão de investimentos feitos com o capital dos sócios, muitos na área cambial, o patrimônio da instituição triplicou. Virei sócio e diretor de tesouraria do BBA no ano seguinte.

O BBA nunca se desviou de sua atividade central, que era oferecer produtos e serviços financeiros aos clientes. Quando os negócios vão bem, é comum que os donos queiram iniciar projetos, testar ideias, que muitas vezes acabam dando errado — depois, é claro, de consumir tempo, energia e dinheiro. Isso não acontecia no BBA. A gente gostava de problema: se a empresa queria fazer alguma operação complicada — algum financiamento mais sofisticado ou uma aquisição difícil —, devia procurar o BBA. Mas, se queria o feijão com arroz, era melhor ficar nos bancos tradicionais. O BBA era pequeno e, por isso, não conseguia ter um custo competitivo nos empréstimos. O

diferencial era a assessoria. O diretor jurídico do banco era o Ezequiel Grin, uma figura extraordinária. Ele montou um núcleo “fazedor de negócios”, que ajudava a área de produtos a captar clientes. Tínhamos certo receio de como ficaria o mercado quando os bancos estrangeiros entrassem no Brasil. Mas eles nunca foram nossos competidores de fato, porque, se o Brasil dava qualquer chacoalhada, suspendiam negócios, cortavam funcionários, reduziam o crédito. Ou seja, deixavam o cliente com a brocha na mão. O BBA tinha total liberdade para fazer o que quisesse, apesar do sócio estrangeiro. Outro ponto interessante: o banco não tinha nenhum talento especial, tipo “esse cara aqui é o gênio”. O objetivo era ter áreas fortes.

Serviço militar no mercado financeiro

O Cândido Bracher, filho de Fernão Bracher, havia sido convidado para ser diretor de política monetária do Banco Central em 1994 ou 1995, não lembro o ano exatamente. Chegou a sair do BBA, mas acabou não dando certo e ele voltou para o banco. Em 1999, quando já estava circulando a história de que o Armínio Fraga iria se tornar presidente do Banco Central, ele chamou o Cândido para conversar. E o Cândido pediu que eu fosse junto. Pensei: “O Cândido não está tão no dia a dia do mercado, então quer que eu vá para ajudar, legal”. Iríamos encontrar o Armínio no escritório do Banco Central no Rio de Janeiro. Quando estávamos no aeroporto, tomando café antes de embarcar, o Cândido disse: “Estão querendo te chamar para ser diretor de política monetária do BC”. Ele é muito gozador, uma grande figura, então achei que era brincadeira. O Armínio nem me conhecia. Havia me encontrado com ele uma única vez, em Nova York.

Fomos à reunião, que foi muito interessante. O Armínio perguntou sobre o mercado, eu falei bastante e ele comentou que tinha sido uma pena o Cândido não ter ido para o BC. E aí perguntou se eu não teria interesse em ir. Eu não queria sair do BBA, que estava indo superbem. Mas a proposta não era ir para outro banco, era para o Banco Central. Claro que me interessava, mas eu respondi o seguinte: “Armínio, você não me conhece e acho que, para esse tipo de trabalho, as pessoas precisam se conhecer direito. A última coisa que quero é que você compre gato por lebre. Posso te ajudar no que for preciso, vir aqui, conversar, mas acho que não devo aceitar o convite”. Ele disse: “Tá bom, então fica hoje aqui, vamos conversar à noite”. O Cândido foi embora e, como o

BBA tinha escritório no Rio, fui até lá, dei uma enrolada e me encontrei com o Armínio na casa da mãe dele, porque ele não tinha casa no Rio, estava morando com ela. E a conversa fluíu. Eu disse que via um problema no BC, que era o fato de a diretoria cambial ser separada da monetária. Sugeri que a diretoria fosse unificada, porque o mercado opera tudo junto. Ele gostou da ideia. Disse também que meu inglês era uma porcaria — hoje já melhorou — e que ele não precisava me convidar para ser diretor do BC, que aquela reunião já havia sido extraordinária. Combinamos de voltar a falar em alguns dias.

No dia seguinte, voltei a São Paulo e pedi para conversar com o Fernão, que já havia sido presidente do Banco Central. Disse que queria estar preparado se houvesse o convite. Ele e o Beltran foram ótimos, disseram que eu deveria ir, que seria excelente para minha carreira. Também falaram que ficariam alguns meses sem me substituir, caso algo desse errado. Então o Armínio ligou, perguntou se eu estava pronto e fui. O anúncio foi feito no dia seguinte e, a partir daí, minha vida mudou completamente. Foi sensacional. Mas tem um detalhe: só pude aceitar o convite porque tinha uma reserva financeira, feita no BBA. Sem isso, é inviável, porque os salários são muito baixos. Eu e outros diretores do BC dizíamos que trabalhar ali era o nosso serviço militar. Não me mudei para Brasília. Ficava três dias lá e o restante em São Paulo ou no Rio. Minha família estava em São Paulo e, fora isso, é preciso manter o contato com o mercado. Em Brasília, você fica muito isolado. O Armínio tem uma frase muito boa: “Quando você pega o avião para Brasília, mais ou menos 30% do seu QI fica no caminho”.

Joguei polo aquático durante muitos anos — hoje, jogo um pouco. E a meta da equipe era ir para a seleção brasileira, que nem era tão boa, mas era a seleção. O Banco Central é a seleção. Do ponto de vista de alguém que trabalha no mercado financeiro, não há experiência mais rica. Lidamos com o setor público a vida inteira, mas só dá para entender como as coisas funcionam de fato estando lá. Além disso, ganhei muita maturidade. Aprendi o que nenhum doutorado me daria. Quando discutiram a criação do fator previdenciário, eu estava envolvido na discussão. Quando é que faria isso na tesouraria de um banco? Também coordenei o projeto do sistema de pagamentos brasileiro. Não é aquele negócio: “Eu fiz meu trabalho, quero meu bônus”. Meu resultado eram as ações que tomava e que podiam melhorar ou piorar o país. Foi, disparado, o melhor momento da minha carreira. Mas também apanhei feito um desgraçado. Fui para a diretoria de política monetária, que acabou incorporando a área cambial e de reservas, como eu havia sugerido.

O Armínio, eu e outros dois diretores do BC participávamos de um grupo chamado Câmara de Política Econômica. Envolvia também o ministro da Fazenda, o ministro da Casa Civil, o presidente do BNDES, o ministro do Desenvolvimento e, de vez em quando, o presidente Fernando Henrique Cardoso. O objetivo era discutir questões econômicas relevantes. Aconteceu uma coisa engraçada logo na primeira reunião da Câmara. Sou um cara meio informal, e aquele negócio não tinha nada de informal. No começo da reunião, vi que o Pedro Malan (ministro da Fazenda na época) tirou o paletó. Aproveitei e tirei também. Olhei ao redor e estava todo mundo de paletó. Aí chegou o Fernando Henrique, olhou em volta e disse: “Veja bem, quando eu era ministro do presidente Itamar Franco, nunca estive com ele sem paletó”. Eu pensei: “Pronto, vou ser demitido no primeiro dia”. Daí o Malan falou: “Eu sou filho de Deus, presidente”. E todo mundo deu uma risada. Nunca mais tirei o paletó.

Foi uma época interessante porque havia muito a ser feito. O Armínio encontrou caras muito bons e complementares, então não havia conflito. Havia discussões a partir de vários ângulos. Por exemplo, o Sergio Werlang era superacadêmico, uma cabeça extraordinária. Eu não tenho nada de acadêmico, mas trazia a visão do mercado. O Sérgio Darcy era especializado em regulamentação: ele fez toda a regulamentação bancária no Brasil.

As decisões sobre a taxa de juros eram sempre tomadas na base do voto.⁶ Não havia indicação do Malan. O processo era o seguinte: no primeiro dia da reunião para decidir sobre os juros, éramos bombardeados por informações trazidas pelas áreas econômicas e de pesquisa do BC. Era número para burro, até cansava. Falava-se de atividade econômica, situação externa, inflação, projeção de inflação, aspectos de mercado. No segundo dia da reunião, descansados e depois de ter assimilado aquela quantidade de dados, decidíamos o que fazer com os juros. Depois disso, havia o comunicado ao mercado. Hoje, o Banco Central divulga a nova taxa de juros, com uma frase de explicação, por escrito. Na minha época, eu anunciava os juros e falava a tal frase que resumia os motivos da decisão. A frase era decidida em conjunto pelos diretores, no final da reunião. Um dia, aconteceu uma coisa engraçada. O Armínio é um cara extraordinário, mas ele tem um quê de anarquista. Ele disse: “Vai lá, anuncia os juros e não fala mais nada”. Eu falei: “Mas vou acabar apanhando”. E ele: “Não, não, bobagem”. Os outros diretores concordaram, eu fui lá e falei, olha, a taxa de juros foi para tanto, ponto. Aí o jornalista falou: “Como assim, ponto? A gente está aqui esperando para você falar esse ponto?”. Eu quase apanhei, não é brincadeira. Naquela

semana, saiu na revista *IstoÉ Dinheiro* que eu era tão arrogante quanto o Luxemburgo (técnico de times de futebol).

Noites sem dormir antes da eleição de Lula

O período mais tenso foi o ano de 2002, quando houve a eleição presidencial vencida por Luiz Inácio Lula da Silva. Quando ele começou a ganhar espaço nas pesquisas de intenção de voto, não lembro se foi em março ou abril, o mercado virou. Havia um medo entre empresários e investidores de como seria um governo do PT, e isso deixou o mercado extremamente volátil. Havíamos feito um grande trabalho de organização da dívida pública desde 2000, para evitar que houvesse títulos vencendo no ano da eleição, pois já imaginávamos que seria complicado emitir novos papéis. Isso ajudou, mas não resolveu. No início de 2002, o Tesouro Nacional ainda conseguia vender títulos para rolar a dívida pública, mas em julho já não vendia quase nada. Os investidores não queriam comprar papéis que fossem vencer depois das eleições, por medo do que o novo governo poderia fazer. O caixa do Tesouro estava minguando. O país quase quebrou umas três vezes, porque ficamos no limite de não ter recursos para rolar a dívida pública.

Além disso, tínhamos uma necessidade grande de financiamento externo, porque o déficit em conta-corrente era elevado. Como as reservas internacionais eram pequenas, a única saída era deixar o câmbio ir para onde quisesse.⁷ Tivemos de administrar alguma fuga de capitais, mas principalmente uma enorme rejeição aos títulos públicos locais. Aí encurtamos o prazo dos títulos, vendemos uns para recomprar outros, fizemos uma série de ajustes. Lembro que, no fim de cada dia, eu pensava: ufa, hoje não quebramos, vamos ver amanhã. Tomava, no mínimo, um comprimido de Dormonid por noite, para conseguir dormir.⁸ Hoje, tenho até saudades, mas na época achei que fosse ter um treco. Entre o primeiro e o segundo turno da eleição, eu tinha uma viagem marcada para Nova York, para falar sobre economia brasileira para investidores, e depois uma reunião do Grupo Central das Américas, no México. É claro que eu não deveria ir, no meio da confusão, mas falei: “Armínio, eu não durmo, vou acabar tendo um ataque cardíaco. Acho que passar uns dias no exterior vai ser bom”. Continuei fazendo os leilões cambiais e as reuniões, mas lá de fora, do hotel. E foi bom, consegui espairer.

No meio desse processo, começamos a nos preocupar com a situação dos fundos de investimento. Como pouquíssimos investidores queriam comprar títulos brasileiros, os papéis passaram a ser negociados com um deságio relevante, e sabíamos que muitos fundos não estavam contabilizando isso. A regra dizia que tinha de contabilizar — o que se chama de fazer a marcação a mercado —, mas, como os títulos nunca haviam tido um deságio tão grande, parecia que estava tudo certo. Só que não estava. Num certo momento, eu disse no BC: “Não dá mais. Daqui a pouco vamos ser processados, porque os investidores que sabem que o preço dos títulos está mal contabilizado estão sacando seu dinheiro. Os últimos vão ficar com o pepino na mão”. Então decidimos obrigar os fundos a marcar. Sabíamos que seria uma confusão, porque, no meio de uma crise, com a bolsa caindo e o dólar disparando, haveria perdas também nos fundos de renda fixa, que comprem títulos públicos. Mas não havia alternativa. A pedido dos fundos, concordamos em fazer um ajuste gradual. Mas, como o deságio estava aumentando, o gradual não iria resolver, então fixamos uma data, perto de um feriado, e mandamos fazer. Eu anunciei a decisão e, claro, virei o culpado pelos problemas. Sofri uma barbaridade na época, mas o sistema ficou mais transparente.

Por sorte, a Argentina quebrou

Também inventamos um monte de operações que desarmaram as bombas que haviam se formado no meio da crise. Não houve um só momento em que ficamos olhando os problemas, sem poder fazer nada. Isso seria ainda mais aflitivo. Fomos bastante ativos. Às vezes, sabíamos que não dava para resolver de fato, mas um paliativo era melhor que nada. No meio do ano, criamos um negócio que chamei de operação centopeia. Os fundos faziam uma operação que era comprar títulos públicos atrelados ao câmbio e fazer o hedge contra a valorização do dólar na bolsa. Para fazer o hedge, precisavam depositar um valor em garantia na bolsa. Com a volatilidade, esse valor foi aumentando até chegar ao ponto em que ia quebrar vários fundos. Vimos aí uma oportunidade. O Tesouro não conseguia vender títulos públicos. Para esses fundos, trocar essa operação cambial por títulos públicos era uma vantagem, porque permitiria que eles retomassem as garantias depositadas na bolsa. Voltariam a ter caixa. Como o Tesouro não tinha dinheiro para recomprar os papéis cambiais dos fundos, ficamos estudando, junto com os advogados, como fazer, e decidimos que o BC recompraria os títulos cambiais que o

próprio BC havia emitido e que o Tesouro venderia outros papéis. Isso resolveu o problema dos fundos, reduziu o risco sistêmico — se os fundos ficassem inadimplentes, a bolsa sofreria — e ainda gerou um caixa de 40 bilhões de reais para o Tesouro. Ou seja, foi uma solução com várias pernas, por isso chamei de centopeia. Ficávamos fazendo essas coisas, tentando manter vivo um mercado que não estava com todas as suas funcionalidades em ordem.

Outra estratégia importante que o BC adotou foi levar os problemas que vivíamos aos candidatos a presidente. O Armínio deu uma entrevista cujo objetivo era realmente afetar os candidatos. Disse algo assim: “Não venham atacar o mensageiro, só estou dizendo como vejo a situação: está ruim e vai piorar. Há uma crise de confiança, ninguém acredita mais em nada, e por isso o que fazemos tem cada vez menos importância. O que interessa é saber o que será feito por quem assumir o governo”. Queríamos que os candidatos tivessem a consciência de que poderiam pegar o país arrasado. Quem quer isso?

Tivemos uma sorte muito grande — é chato dizer isso, mas é válido — que foi a quebra da Argentina. O Fernando de la Rúa não foi o culpado pela crise, mas era tido como o presidente que salvaria a Argentina, só que não conseguiu e foi defenestrado do cargo. Acho que o PT sentiu que poderia acontecer algo parecido aqui. Além disso, o partido tinha um cara como o Antonio Palocci, que tinha uma cabeça extraordinária, viu que a situação era dramática e resolveu agir. Vários assessores do Palocci vieram conversar com o Armínio mesmo antes de o Lula ser eleito, fomos explicando os problemas e o que estávamos fazendo. Numa reunião com o próprio Palocci, mostramos o fluxo de caixa local e o fluxo de caixa externo. Dissemos: “Como se pode ver, na nossa mão não vai explodir, mas na sua vai, então é melhor fazer um discurso mais responsável e tentar acalmar os mercados”. Acho que isso contribuiu para a divulgação daquela carta pela equipe do Lula dizendo que ele estava comprometido com o cumprimento de contratos, o equilíbrio fiscal e o combate à inflação — o que ajudou a tranquilizar um pouco o mercado.

O Palocci queria muito que o Armínio ficasse. Os dois ficaram bastante próximos, mas o José Dirceu levantou uma questão política — e acho que até tinha razão — que inviabilizou a permanência do Armínio. A lógica era: se a situação melhorar, o crédito vai para o Armínio. Que é o FHC. Politicamente, não fazia sentido para o PT. Acho que o Lula também não queria que ele ficasse, e o Armínio acabou saindo já em janeiro de 2003.⁹ Os diretores ficaram mais um tempo fazendo a transição. Fizemos uma fila de

saída. Eu fiquei uns quatro ou cinco meses e saí. Foi feita uma substituição muito boa, técnica, no Banco Central.

As diferenças entre as crises de 2002 e 2015

A equipe do Lula tinha muita convicção de que valia a pena manter a economia organizada, porque isso dava condições para o governo implementar suas políticas sociais. O problema é que o final do segundo mandato do Lula foi desastroso, e isso custou caro à presidente Dilma Rousseff e também ao Banco Central. O governo Lula fez uma expansão fiscal que não tem precedentes, de quase 12% do PIB. O ano de 2010 estava bombando, mas em 2011, que foi quando a Dilma assumiu, a economia passou a crescer menos e o governo teve de correr atrás.¹⁰ A situação foi se deteriorando até que isso gerou uma grave crise em 2015. A semelhança entre as crises de 2002 e de 2015 é que ambas aconteceram no final de um ciclo. Em 2002, era o fim do governo do PSDB. Acho que 2015 marca o fim do ciclo de crescimento do PT.

Fora isso, há grandes diferenças entre os dois períodos. Em primeiro lugar, a situação fiscal do país melhorou muito. Em 2002, o Tesouro não tinha caixa nem conseguia emitir títulos para rolar a dívida pública. Em 2015, o caixa era recorde, chegou a quase 1 trilhão de reais, e o governo conseguiu emitir títulos. É claro que precisou oferecer retornos maiores para os investidores, mas, no passado, às vezes nem isso resolvia. Além disso, em 2002, entre 30% e 40% da dívida pública era atrelada ao câmbio. O real desvalorizava, algo que acontece sempre numa crise, e a dívida aumentava. Isso deixou de existir, porque o Tesouro parou de emitir papéis cambiais. Outro ponto relevante: as reservas internacionais aumentaram de forma expressiva. O que não quer dizer que a situação de 2015 fosse tranquila. A crise foi gerada por uma sucessão de políticas econômicas equivocadas, que precisavam ser revistas.

Estamos acostumados — mal acostumados — com algumas coisas. Como é que são os serviços no Brasil? Uma porcaria. Um exemplo: você contrata um serviço de internet para a sua casa. A empresa tem a obrigação de entregar 10% do que você comprou. Eu não consigo entender. Como assim, 10%? Isso é um espelho do que acontece no país. O Brasil sempre precisou gerar muito retorno para as empresas que investem aqui porque o risco é grande. Então a exigência em termos de contrapartidas, principalmente em termos de serviços, é baixa. Bom, isso não pode ser a vida toda.

Sou fã do Alexandre Tombini (que foi presidente do Banco Central no governo Dilma). Tecnicamente, ele é o cara com mais experiência em política monetária e metas de inflação no Brasil, de longe. Ele foi responsável por desenvolver o primeiro modelo de metas de inflação, que implementamos em 1999. O chefe dele era o Sergio Werlang, mas o Tombini era quem comandava o departamento. De lá para cá, só fez isso na vida. O fato de o Banco Central ter reduzido os juros para 7,25% ao ano, em 2012, foi uma atitude corajosa. É um patamar muito baixo, mas não considero isso um erro. Na minha opinião, o erro foi ter demorado a agir, ou seja, a elevar os juros quando ficou claro que haveria um repique da inflação. O BC só voltou a aumentar as taxas um ano depois e isso gerou um grande desequilíbrio.

Como não entrar numa roubada

Quando saí do BC, tinha o sonho de trabalhar na economia real, então fui conversar com o David Feffer, da Suzano, com o Benjamin Steinbruch, da CSN, e com vários outros empresários, para ver se fazia sentido. Mas, naquela época, um cara top do departamento financeiro de uma empresa ganhava mais ou menos metade do que ganhava um executivo de banco, então não dava. Eu tinha ficado quatro anos a pão e água no BC, gastei minha poupança, por isso precisava voltar a ganhar dinheiro. Eu e o Armínio havíamos ficado muito próximos, e tivemos a ideia de montar uma gestora de recursos. Assim surgiu a Gávea. Antes de alugarmos o escritório de São Paulo, cheguei a ter umas quinze pessoas trabalhando na minha casa, iam uns dez quilos de café por dia, uma loucura. Também havia gente trabalhando na casa do Armínio no Rio. Ficamos dois anos juntos. Saí porque ele queria que a empresa ficasse basicamente no Rio, com uma operação pequena em São Paulo. E eu queria crescer em São Paulo. Para não haver conflito, nos separamos, numa boa. Ainda continuei sócio lá por três anos, e ele e o Luiz Fraga, seu primo, foram sócios da gestora que montei, a Mauá.

A Mauá tem fundos de ações, multimercados e também uma área imobiliária. Crescemos muito entre a fundação, em 2005, e 2008. Sofremos muito na crise de 2008. O problema foi que achamos que a crise internacional atingiria o Brasil com tudo já no começo de 2008. Estávamos muito pessimistas. Mas os preços das commodities deram uma última pernada para cima, isso ajudou a economia e prejudicou nossos investimentos. Perdemos dinheiro com apostas erradas nos juros e no câmbio. Além

disso, investíamos em ações da Cesp, que era uma boa empresa e estava para ser privatizada. Como o processo de privatização deu errado, perdemos dinheiro também. Isso foi em março de 2008. Tivemos muitos saques e, pelo fato de eu ter uma exposição pública, saí direto na imprensa, foi muito chato. Tive de fazer uma série de cortes na Mauá por causa desses saques e porque não sabíamos o que viria pela frente. A empresa ficou mais enxuta, pronta para um inverno prolongado, e o segundo semestre foi excelente em termos de resultado. Infelizmente, grande parte dos recursos dos clientes tinha ido embora. Em 2009, tivemos de novo um bom desempenho e a Mauá voltou a crescer.

Ganhamos dinheiro no fim de 2008 porque tivemos uma sacada. Até então, o Brasil respondia às crises apertando a política monetária, ou seja, aumentando juros. Mas não parecia que isso seria necessário em 2008. Como investíamos bastante em ações, éramos próximos de várias empresas, então sondamos os executivos para saber como eles estavam reagindo à crise. Queríamos saber se as empresas planejavam repassar o aumento de custos provocado pela desvalorização do real aos preços dos produtos. Ouvimos respostas assim: “Estou vendendo 30% menos, como vou reajustar preços?”. Por isso, nossa hipótese era que o Banco Central não faria um choque de juros. Mas o mercado estava se comportando como se os juros fossem disparar, as curvas futuras foram para o espaço. O que aconteceu foi que os juros subiram pouco e voltaram a cair já no começo de 2009, e isso beneficiou nossos investimentos.

As decisões de investimento que tomamos na Mauá sempre começam com uma análise macroeconômica aprofundada. Avaliamos as perspectivas para os juros, o câmbio, o desempenho da economia etc. Em momentos mais tranquilos, é possível enxergar tendências. Por exemplo, logo após a primeira eleição do Lula, havia uma tendência de valorização do real, porque a economia estava indo bem e o governo se mostrava comprometido em manter o equilíbrio fiscal e a inflação sob controle. Apostamos na alta do real entre 2004 e 2007 e ganhamos dinheiro. Numa crise, o mercado fica muito volátil, então o melhor é fazer investimentos mais oportunistas. O ideal é comprar só o que parece realmente vantajoso. É o caso de títulos de renda fixa que pagam juros elevados. Na crise de 2015, 2016, isso aconteceu com os papéis públicos atrelados à inflação, que ofereciam um rendimento de cerca de 7% ao ano acima do IPCA.¹¹ Também é o momento de procurar ações que ficaram baratas, mas só vale a pena investir nelas se as empresas tiverem condições de atravessar a crise. Algumas ações ficam baratas porque as companhias estão muito endividadas ou estão perdendo receita

— nesse caso, o risco é alto demais.

Para um investidor leigo, o que mais faz diferença, especialmente em momentos de incerteza, é estar bem assessorado. Vale a pena gastar um tempo analisando o histórico dos profissionais que vão cuidar do seu dinheiro, seja numa consultoria financeira, num banco ou numa gestora de fundos. Mais do que dar grandes tacadas, esses profissionais podem evitar que o investidor cometa grandes erros, que podem comprometer seu patrimônio. Fugir das roubadas dá retorno no longo prazo.

Em 2014, tomamos a decisão de subir a régua de qualidade ao contratar profissionais para a Mauá. Trouxemos gente de primeiríssima, como o Luis Alberto Garcia, que foi sócio e diretor de tesouraria do Itaú BBA, o Ricardo Cará, que também foi do BBA e da gestora Gap, e o Júlio Araújo, um grande amigo e o melhor tesoureiro da minha geração. Também entraram na empresa o Eduardo Camara Lopes, que foi presidente no Brasil da gestora britânica Ashmore e sócio do BBA, e o Fabio Uban. O objetivo é me liberar para pensar na empresa. Ainda estou bastante envolvido com a gestão dos fundos e participo de comitês de investimento, mas consigo ter tempo para fazer um trabalho mais institucional, de cuidar das áreas sem estar tanto no dia a dia. Pela primeira vez na vida, deixei de ser vidraça e virei pedra. Mas uma pedra simpática.

COMO FAZER BONS INVESTIMENTOS

O que é mais relevante, na opinião de Luiz Fernando Figueiredo

- 1 Analise o histórico dos profissionais que vão cuidar de seus investimentos. Eles podem evitar que você cometa grandes erros.
- 2 Numa crise, é hora de buscar oportunidades, como títulos de renda fixa que oferecem rendimentos elevados e cujos riscos são mais baixos.
- 3 Nem todas as ações que caíram demais são boas alternativas de investimento. É preciso analisar a situação da empresa.
- 4 Fundos multimercados são interessantes, especialmente numa crise, porque são flexíveis e podem mudar de estratégia de acordo com o comportamento do mercado.

LIVROS INDICADOS

Bancos centrais: Teoria e prática

Alan Blinder

Maestro: Greenspan's Fed and the American Boom

Bob Woodward

“Esses dois livros detalham a atuação dos bancos centrais. Um investidor que entende como um banco central toma decisões aumenta sua capacidade de fazer boas análises macroeconômicas, e isso tem um impacto relevante sobre os investimentos.”

Too Big to Fail

Andrew Sorkin

“Antes da crise de 2008, a maioria dos americanos tinha convicção de que tudo ia dar certo sempre. A economia ia bem, a bolsa estava subindo, as pessoas estavam ganhando dinheiro com imóveis e parecia que isso ia durar para sempre. Por isso o nível de endividamento disparou. Quando veio a crise, o sofrimento foi grande. Esse livro é um lembrete de que há riscos em todo lugar e as coisas podem dar errado mesmo em países desenvolvidos e organizados como os Estados Unidos.”

Vencedoras por opção

Jim Collins e Morten T. Hansen

“Os autores comparam a evolução de empresas para mostrar por que algumas se tornaram companhias de sucesso e outras fracassaram. É um curso de como gerir um negócio.”

1 Em 31/12/2015.

2 Derivativos são instrumentos financeiros que podem ser comprados e vendidos por investidores interessados em fixar o preço futuro de ações, moedas, commodities e outros ativos. Exemplo: quem investe em derivativos cambiais pode definir hoje quanto pagará para comprar dólares daqui a um ano.

3 É como são chamadas as empresas menos negociadas da bolsa.

4 Naji Nahas era um dos maiores investidores em ações da bolsa brasileira na década de 1980. Mas foi acusado de

manipular o mercado, comprando grandes quantidades de ações por meio de laranjas para inflar seus preços de forma artificial. Tomava empréstimos para investir. Num dado momento, a bolsa disse aos bancos que havia manipulação, as linhas de crédito de Nahas foram cortadas e, sem seus investimentos, a bolsa despencou. Nahas foi processado, mas inocentado em 2004. Diz que não fez nada ilegal e pede uma indenização bilionária à bolsa.

5 O Nacional quebrou em 1995, quando o Banco Central descobriu que os controladores simulavam operações financeiras para fraudar os resultados da instituição. Foi vendido ao Unibanco.

6 Os diretores do Banco Central se reúnem periodicamente para decidir a taxa básica de juros da economia, a Selic.

7 Naquele ano, o dólar chegou a quatro reais pela primeira vez desde o início do Plano Real. Isso voltou a acontecer em 2015.

8 Dormonid é um medicamento indicado para induzir o sono.

9 Foi substituído por Henrique Meirelles, que ficou no cargo de janeiro de 2003 a janeiro de 2011.

10 O PIB brasileiro cresceu 7,6% em 2010; 3,9% em 2011 e 0,9% em 2012.

11 O IPCA é o índice oficial de inflação, calculado pelo IBGE.

CAPÍTULO 8

Luis Stuhlberger

É gestor do Verde, um dos fundos multimercados mais rentáveis do país. Desde que foi criado, em 1997, rendeu 12 041% — o que significa que quem investiu 10 mil reais no fundo na data de seu lançamento passou a ter 1,2 milhão de reais em 2015. Começou sua carreira em 1978 na corretora Hedging-Griffo, como operador de commodities e mercado futuro, e estruturou a área de gestão de fundos da empresa em 1992. A Griffo foi vendida ao banco Credit Suisse em 2006 e Stuhlberger permaneceu como diretor do banco até 2015, quando montou sua empresa, a gestora de recursos Verde Asset, que tem o Credit como sócio. Com 37 bilhões de reais de patrimônio,¹ o Verde faz a gestão de fundos de ações e multimercados que investem no Brasil e no exterior. Stuhlberger é formado em engenharia civil pela Escola Politécnica da Universidade de São Paulo e tem um curso de especialização em administração pela Fundação Getulio Vargas. Tem 61 anos.

As oportunidades do mercado de ouro

Meu pai era dono de uma construtora, a Stuhlberger, então, por influência da família, fiz engenharia civil. Ele é politécnico e eu virei um politécnico, mas vi que aquela carreira não era para mim. Na década de 1970, teve início aquela fase de proletarização dos engenheiros civis, que só passou em 2005, com a retomada do mercado imobiliário. O Brasil estava entrando nas suas duas décadas perdidas. Quando me formei, em 1977, fiz um curso de especialização em administração na FGV. Meu pai era acionista de um grupo que se dividia entre uma construtora, um banco e uma indústria. Ele me mandou para trabalhar no banco. Mas eu só trabalhava meio período, porque tinha uma bolsa

para fazer mestrado em engenharia civil. O presidente do banco quis se ver livre de mim o mais rápido possível. Como a instituição tinha uma sociedade pequena na corretora Griffó, ele sugeriu que eu fosse para lá. Na época, a Griffó estava montando um departamento de commodities, para operar principalmente café e boi na bolsa. Olhei aquele negócio começando e achei que era o lugar certo para mim. A Bolsa de Valores era mais concorrida, havia ícones no mercado. Mas em commodities não havia ninguém.

Em 1982, fiz a grande escolha de trabalhar no mercado de ouro. Achei que estava no lugar certo na hora certa. O Brasil ainda tinha um grande potencial de exploração nas minas e garimpos, como Serra Pelada, e o ouro acabara de se tornar um ativo financeiro, ou seja, podia ser negociado em bolsa. Antes disso, era considerado uma mercadoria como qualquer outra, que tinha de pagar ICMS. Além disso, era o único ativo financeiro que seguia o preço do dólar na época. Quando a economia brasileira ficou realmente numa situação ruim, em 1985, o mercado de ouro oferecia inúmeras oportunidades de arbitragem. Do garimpo a São Paulo, Montevidéu e Nova York, os preços nunca eram iguais e, assim, era possível capturar retornos em diversas fases do processo, comprando e vendendo. Diversos agentes de mercado faziam isso, de investidores ao Banco Central. A Griffó se tornou uma corretora relevante nesse segmento.

A sobrevivência da Griffó naqueles anos de crise aguda se deveu, principalmente, ao ouro. Foram formulados diversos planos de estabilização da inflação que fracassaram — Cruzado, Cruzado II, Bresser e Verão — e os mercados futuros continuavam pequenos, mas cheios de oportunidades. O mercado de ouro terminou quando o Fernando Collor assumiu a presidência. O governo dele foi péssimo, mas prestou um serviço ao país, que foi abrir a economia. Com isso, não dava mais para fazer a arbitragem do preço do ouro, porque não havia mais diferenças relevantes de valores. Em 1992, começou a surgir espaço para um mercado de fundos de investimento no Brasil — que, é claro, só ganhou força mesmo após o Plano Real. Isso foi transformando a Hedging-Griffó, que aos poucos criou uma área de fundos de investimento e outra de assessoria financeira a clientes de alta renda, além da corretora. Os sócios da Griffó foram cuidar das áreas com as quais mais se identificavam e eu fui para a gestora de fundos.

Dólar, commodities e futebol

O arcabouço institucional e jurídico do setor de fundos foi criado em 1995, mas eu só tive coragem de montar um fundo em 1997. Já estava com 42 anos, e não sabia se tinha capacidade de entregar bons resultados. Nunca achei que fosse ter muitos clientes. A Griffo era uma corretora, não um banco, e era difícil atrair a confiança das pessoas. Não havia os serviços de controladoria, custódia e cálculo de cotas, que hoje os grandes bancos prestam a instituições menores e passam mais segurança ao investidor. Nesse contexto, a Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F) criou um programa para incentivar o surgimento de gestoras de fundos. Investiu 500 mil reais em dez gestoras, e éramos uma delas. Arrumamos mais alguns clientes e iniciamos o fundo com um patrimônio de 1 milhão de reais. Também contratamos os serviços de custódia e liquidação financeira do Itaú, mas mesmo assim era difícil conseguir clientes. O investimento mínimo era de 5 mil reais.

Resolvi que meu primeiro fundo se chamaria Verde por três razões. Uma delas é por causa das commodities. Comecei nessa área e o fundo aplicava parte do patrimônio em contratos de café, que davam um retorno interessante. Outra tem a ver com o dólar, cujas notas são verdes. Em 1997, um dólar valia um real e, como acreditava que essa paridade não duraria muito tempo, queria acertar o momento da desvalorização e gerar retornos para o fundo fazendo isso. O terceiro motivo é que sou palmeirense. Na época, o Palmeiras era patrocinado pela Parmalat e era um time fenomenal. Juntando tudo isso, Verde era o nome perfeito.

O fundo Verde é um multimercado desde o início. Seu ponto neutro teórico é investir um terço em ações e dois terços em renda fixa. No exterior, fundos como o Verde investem mais em ações, porque os juros são baixos. Mas no Brasil, como os juros são elevados — e, em 1997, achei que continuariam assim por um bom tempo —, resolvi dar um peso maior para a renda fixa. Em geral, oscilamos entre um mínimo de 20% e um máximo de 50% do patrimônio do fundo aplicado em ações. A média dá uns 32%. Para ficar em torno desse percentual, sou obrigado a comprar quando a bolsa cai — caso contrário, a parcela de ações no fundo ficará muito baixa. Pela mesma lógica, sou obrigado a vender quando a bolsa sobe. O fundo também aplica em papéis de renda fixa, contratos futuros e moedas de diferentes países. Basicamente, operamos o mundo.

Ganho de 50% num único mês

A primeira crise que o Verde atravessou foi a da Ásia, em outubro de 1997 — que quebrou muita gente no Brasil. Eu e minha equipe apostamos que os juros iriam subir aqui e isso acabou acontecendo. As taxas foram de 19% para 40% ao ano e ganhamos uns 3%. Não foi muito, mas estava bom para um ano de crise. No acumulado de 1997, o primeiro ano do Verde, o fundo rendeu 29%.

Em seguida veio a maxidesvalorização do real, em 1999. Operar no mercado de câmbio no Brasil é complicado porque os juros são muito elevados, então o custo de oportunidade de manter o dinheiro aplicado em dólar é alto. Se a moeda valorizar pouco, o ganho é inferior ao da renda fixa. Por isso, para ganhar dinheiro, é preciso comprar ativos em dólar na hora certa. No início de janeiro de 1999, tomei a decisão de aceitar perder um pouco de dinheiro para ficar comprando em dólar e ver no que aquele regime cambial, que fixava a paridade entre o dólar e o real, ia dar.

Dezoito é o número da sorte no judaísmo. Minha terceira filha nasceu em 18 de dezembro de 1998, no mesmo dia em que eu e a minha esposa fizemos dezoito anos de casamento. Minha esposa disse: “Estou amamentando, não vou sair de férias. Por que você não viaja com as meninas?”. Não tinha muito dinheiro, então levei minhas duas filhas mais velhas para Foz do Iguaçu e Buenos Aires, num esquema bem baratinho. Antes de viajar, investi todo o patrimônio do fundo em dólar. O custo de oportunidade dessa posição era de 1% ao mês, que era quanto eu conseguiria ganhar se aplicasse os recursos na renda fixa. Achei que valia a pena correr o risco. O câmbio ainda era fixo, mas o Banco Central permitia uma desvalorização lenta do real todo mês. Muita gente achava que o modelo de câmbio fixo, que vigorava desde o começo do Plano Real, não duraria muito tempo. Não queria ser pego de surpresa, em plena viagem, então fiz a posição.

No dia em que estava visitando Itaipu, o celular — que não era lá essas coisas naquela época, mas funcionava — tocou. Eram umas nove da manhã de uma quarta-feira. O Gustavo Franco, que era presidente do Banco Central, havia sido demitido, e entrou no lugar dele o Francisco Lopes, que permitiu uma desvalorização maior do real. Era para ser um movimento controlado, não deu certo, e o dólar, que tinha começado janeiro cotado a 1,20 real, fechou o mês em dois reais. O Verde teve um rendimento líquido de 50% só naquele mês. Outros fundos também tinham investido em dólar, esperando uma desvalorização maior do real, mas nenhum rendeu tanto quanto o Verde.

Aí comprei ações de empresas exportadoras, que se beneficiam da desvalorização do câmbio porque recebem mais reais pelas vendas em dólar. Comprei ações da Petrobras, que tinham caído muito. Juntando tudo isso, o fundo fechou 1999 com uma rentabilidade líquida de 125%. Isso mudou a história da minha vida.

Até 1999, o fundo tinha 5 milhões de reais, e não dá para viabilizar uma gestora com esse pequeno capital. Nosso patrimônio dobrou só com o rendimento de 125% e também passamos a chamar a atenção do mercado. Recebemos mais investimentos e tivemos dinheiro para aumentar a equipe. Comecei a ter economistas, analistas, e tive a chance de mostrar meu trabalho. Se não fosse isso, poderia estar até hoje disputando mercado com muita gente boa e talvez nunca tivesse a oportunidade de crescer. Fico pensando se eu teria feito essa posição em dólar se não tivesse marcado a viagem para Foz do Iguaçu. Se ficasse no Brasil, talvez decidisse esperar mais um dia, ou uma semana. Poderia ter perdido a oportunidade.

“Nada como comprar um seguro para tempestade num dia de sol”

Outro grande acerto da minha carreira aconteceu durante a campanha eleitoral de 2002. No começo daquele ano, as previsões indicavam que o José Serra ia ganhar a eleição para presidente. O mercado estava tranquilo. Aproveitei para investir em estruturas de juros e câmbio que dariam dinheiro se a volatilidade eleitoral aumentasse e os juros subissem e o real desvalorizasse — que foi o que aconteceu quando o Lula passou a crescer nas pesquisas, a partir de maio.² Eu não tinha ideia de que o Lula ia ganhar a eleição, mas era muito barato investir nessas estruturas de juros e câmbio. Já me perguntaram muitas vezes por que fiz isso, digo que a razão é que era um seguro barato. Nada como comprar um seguro para tempestade num dia de sol. O interessante dessa eleição de 2002 é que ela foi decidida no primeiro semestre. No começo de abril, a chance de o Lula ganhar era mínima. Aí mudou tudo e, em junho, era como se a eleição estivesse definida. Em junho, fazer esses seguros, obviamente, já custava mais caro. Como nos antecipamos, ganhamos 48,72% num ano em que a bolsa caiu, o dólar explodiu e muita gente perdeu dinheiro. Nessa época, o fundo já era grande, tinha 1 bilhão de reais de patrimônio. Acho que foi quando o Verde ficou realmente conhecido

e ganhou destaque no mercado.

No fim de 2002, encontrei o Aloizio Mercadante num evento.³ Ele falou: “Esse mercado está louco. Aham que o PT vai quebrar o Brasil, mas não somos malucos. Vamos fazer direito. Posso ir até a sua empresa fazer uma apresentação e explicar isso”. Concordei, ele fez a apresentação e achei que o Lula ia fazer o certo quando assumisse, em 2003. Então compramos muitas ações para o fundo. Quando a bolsa subiu quase 100% em 2003, ganhamos bastante dinheiro. Todos os dias, sou bombardeado por muitas conversas e leituras. O importante é dar atenção às pessoas certas, e tentar evitar as que estão fazendo as análises erradas.

Em 2008, antes de a crise financeira estourar na Europa e nos Estados Unidos, os investidores estavam muito animados com o Brasil. Assim, era muito barato comprar um seguro para proteger o Verde da volatilidade do câmbio, porque pouca gente esperava uma grande desvalorização do real. Então fui comprando. Quando veio a crise imobiliária e a bancária americanas e o real desvalorizou, tivemos um alto rendimento. Depois disso, li um texto e me convenci de que a injeção de liquidez que estava sendo feita pelos bancos centrais nos mercados desenvolvidos iria funcionar e melhorar a situação da economia. Como a Bovespa tinha caído muito, fizemos uma grande posição de compra de ações. Isso prejudicou o desempenho do fundo em 2008, porque a bolsa demorou a valorizar. Quando o mercado se recuperou, os retornos foram muito bons.⁴ Ainda assim, houve uma grande saída de recursos do Verde. Os investidores, principalmente os estrangeiros, sacaram. Não tivemos um grande problema de liquidez, mas foi uma experiência dolorosa.

É importante proteger o patrimônio

Esta é a história do Verde nos grandes acontecimentos desde 1997. Dá para ver que o que fez diferença no desempenho do fundo foram alguns poucos momentos. O gestor se diferencia quando consegue captar grandes mudanças ou tendências e lucrar com elas. O resto é o dia a dia. O dever de um gestor de fundos, na minha opinião, é entender o ciclo da economia e do mercado. Precisa antecipar o que pode acontecer com os juros, o câmbio e a inflação e entender como isso vai influenciar as empresas e os setores. É uma habilidade que o gestor precisa ter. Entender o ciclo depois que ele acontece não adianta nada. Outra obrigação do gestor é acertar quando investir. O mundo vive num

constante desequilíbrio. Os fundamentos são uma coisa; a hora certa de comprar ou vender é outra. Em geral, as pessoas acabam comprando na alta e vendendo na baixa — e deveriam aprender a fazer o contrário. Se conseguissem se educar para achar os desequilíbrios, investiriam melhor.

Nunca me vi como um gestor de um fundo de hedge, agressivo. Estou aqui para proteger o patrimônio das pessoas que investem comigo. Eu ganho a taxa de administração, se acertar ou não a estratégia.⁵ Mas o cotista perde o dinheiro dele quando eu erro. A rentabilidade líquida do Verde, desde que ele começou, é de 28,8% ao ano. O CDI (juro de mercado) foi de 15,8% ao ano nesse período, então geramos 13% ao ano de valor para o cotista. Também geramos valor para os investidores selecionando boas empresas. A carteira de ações do Verde deu um retorno 17% superior ao do Ibovespa nesses dezenove anos. O Ibovespa ficou 5,7% abaixo do CDI no período. Na bolsa, a maior parte do ganho do fundo veio do setor de bancos; em seguida, vieram telecomunicações, mineração e consumo.⁶

A parte de ações do meu portfólio é construtiva. Sempre tenho de vinte a trinta empresas na carteira e compro o que acho que pode valorizar. Também opero vendido (ou seja, apostando na baixa de alguns papéis), mas cerca de 90% do lucro do fundo vem das posições compradas. Às vezes, o investimento em ações é como uma estrada acidentada. As empresas são boas, mas há solavancos. O investidor não pode desistir no meio do caminho.

Na bolsa, uma história interessante é a do Banco do Brasil. Em 1996, o BB fez uma emissão de novas ações. Naquele ano, os papéis do banco custavam cerca de seis reais na bolsa, e as novas ações saíam a nove reais, então é claro que ninguém ia querer comprar. Os acionistas receberam um bônus que permitia que eles comprassem ações do BB por esses nove reais em até quinze anos. Mas poucos deram importância ao fato. A maioria foi vendendo o bônus no mercado a qualquer preço. Entre 1996 e 2002, o Verde comprou 80% deles. Comprávamos mil reais num dia, mais mil reais no outro e assim por diante. Vendemos com um lucro de setenta vezes quando o BB se reestruturou. Do lado negativo, nosso pior investimento foi a compra das ações da Contax, uma empresa de central de atendimento. A ação desvalorizou 95%, basicamente porque a companhia estava muito endividada e não conseguiu implementar seu plano de negócio. Vendemos e absorvemos o prejuízo.

Quando faço investimentos ligados a aspectos da macroeconomia — como operar juros e câmbio —, o componente destrutivo tem um peso forte. Se estou pessimista com

o Brasil, aposto que o real vai desvalorizar ou que os juros vão subir, e já ganhei muito com isso. Outra característica importante desse tipo de investimento mais macro é que não dá para estar sempre no mercado. Às vezes é preciso esperar a oportunidade. As grandes oportunidades acontecem poucas vezes na vida. Acertei oito grandes operações macro, como a da desvalorização do real, que deram retornos relevantes ao fundo. Acho que errei umas cinquenta, mas eram operações menores, o impacto para o Verde foi pequeno e, por isso, o desempenho acumulado do fundo tem sido bastante positivo.

A venda para o Credit Suisse

Num determinado momento, a sociedade que tínhamos na Hedging-Griffo ficou inviável. A empresa evoluiu, e algumas coisas são incontrolláveis. Nas décadas de 1980 e 1990, a corretora foi importantíssima para a Griffo. Por volta de 2005, passou a não dar lucro — enquanto a gestora de fundos e o *private banking* (área que assessora clientes de alta renda) iam bem. Os sócios da corretora queriam sair, então começamos a pensar numa solução. Pensamos em abrir o capital da empresa e também avaliamos diversas propostas de compra. Acabamos vendendo para o Credit Suisse em 2006.

Nessa época, os sócios principais tinham 51% da Griffo e os minoritários, 49%. Tínhamos convidado várias pessoas jovens para trabalhar lá e dávamos ações — numa época em que a empresa não valia nada. Mas o cara apostou a carreira dele lá com a gente. Poderia ter ido trabalhar num banco, numa grande empresa, mas foi para a Griffo. Então era justo que recebesse um dinheiro quando a empresa fosse vendida. Dizem que fomos generosos, mas acho que fomos corretos. Eram setenta sócios minoritários. Meu dia a dia melhorou quando fui para o Credit Suisse. A grande vantagem foi não ter mais de fazer nenhum trabalho administrativo. Não tenho competência para isso. Usava a estrutura do banco de RH, tecnologia etc.

Meu contrato com o Credit Suisse previa que eu continuasse na empresa por oito anos. Em janeiro de 2014, um ano antes de esse prazo terminar, comecei a pensar no que queria fazer: a) me aposentar; b) continuar funcionário do banco; c) abrir outra gestora. Gosto muito do que faço e me aposentar não estava nos planos. Também não queria continuar como funcionário. Queria ter uma gestora. Mas, se eu saísse, haveria uma ruptura, que seria ruim para os clientes, para mim e para o banco. Então fechei um novo contrato com o Credit e montei uma empresa, a Verde Asset, da qual sou o

controlador e o banco é sócio minoritário. Fazemos a gestão do Verde, de fundos multimercados e dos fundos de ações que antes estavam no Credit Suisse. Para os clientes, não mudou nada. Os mesmos profissionais tocam os fundos. O que mudou foi a estrutura de controle.

Desde que existe a internet, minha rotina melhorou muito, basicamente porque consigo trabalhar de qualquer lugar. Um dia, um médico me falou: “Nossa, que sorte a sua. Não posso operar as pessoas de Nova York, mas você pode comprar e vender títulos de onde estiver”. Passo uma parte do tempo lendo e outra interagindo com clientes e com outros gestores. Também tenho reuniões com meu pessoal. Montei um escritório em casa e gosto de fazer reuniões lá. Por incrível que pareça, algumas reuniões são mais produtivas em casa, porque as pessoas se concentram mais no tema proposto. No resto do dia eu fico pensando. A base do meu trabalho é ler e tirar conclusões. Não sou um cara que trabalha quinze horas por dia, mas nunca trabalho menos que quatro, e isso pode ser sábado, domingo, feriado. É tudo sempre meio igual, seja segunda, domingo, *réveillon*, Carnaval. Nunca deixo de pensar em alguma coisa, porque, desse jeito, mantenho minhas ideias atualizadas. Não sei se é o melhor sistema, mas prefiro trabalhar dessa forma.

Churchill ou Rolling Stones?

Em qualquer parte do mundo, ganha as eleições quem promete mais para hoje — e danem-se as gerações futuras. Imagine se houvesse dois candidatos malucos numa eleição: o Winston Churchill e alguém dos Rolling Stones. O Churchill prometendo sangue, suor e lágrimas e o cara dos Rolling Stones, sexo, drogas e rock’n’roll. Tenho poucas dúvidas do resultado. Na lógica da maioria dos políticos, é melhor ganhar todas as eleições possíveis e crescer 3% ao ano do que crescer 6% ao ano e dar o poder para outro. Então, o governo vai até onde dá. O problema é que, no Brasil, o governo esticou demais a corda e levou o país a uma das piores recessões da história em 2015 e 2016.

Em 2010, quando a economia brasileira estava crescendo muito, escrevi um relatório de gestão⁷ em que falava do moto-contínuo tropical. A ideia do moto-contínuo surgiu na Renascença: o objetivo era criar uma máquina de movimento perpétuo que reutiliza a energia gerada por seu próprio movimento. A máquina se mostrou inviável, mas o PT quis fazer isso na economia. Achou que era possível crescer para sempre sem fazer

reformas, apenas incentivando a demanda e gastando dinheiro público. Era como se a seguridade social tivesse deixado de ser um passivo para virar um ativo: quanto mais os aposentados e funcionários públicos ganhassem, melhor, porque isso gerava demanda. Nada estava sendo feito para melhorar a oferta ou aumentar a produtividade da economia. É claro que eu achava que o modelo ia naufragar, mas só comecei a investir de acordo com essa visão em 2013. Antes disso, havia uma série de investidores que achavam que o Brasil ia dar certo e estavam aplicando aqui. Se fosse contra isso, perderia dinheiro. Mesmo em 2013 foi cedo demais e o Verde teve alguns meses complicados.

Vivi muitas crises e, em todas elas, vi oportunidades de investimento na bolsa brasileira. Até 2015, as crises foram originadas no exterior — na Ásia em 1997, na Rússia em 1998, na Argentina em 2001, nos países desenvolvidos em 2008. Houve o estresse provocado pela eleição do Lula em 2002, mas ele se dissipou rapidamente e a economia se recuperou. Em 2015, foi diferente. A crise foi brasileira. O governo bem que tentou culpar chineses, gregos, sei lá quem, mas não faz sentido. Só porque a China parou de crescer mais de 10% ao ano? Isso não significa que há uma crise lá. Na verdade, é até saudável que haja uma desaceleração. O mundo não é benéfico para o Brasil como foi até 2011, especialmente porque os preços das commodities estão caindo, mas isso não significa que o cenário externo seja a principal causa dos nossos problemas.

A competitividade de um país é uma conta simples: é fruto de um estoque de capital per capita, produtividade e poupança. O Brasil não tem nada disso, porque não fizemos nenhuma lição de casa. O modelo econômico brasileiro deu certo por um tempo por causa do boom de commodities. Além disso, até 2005 havia um exército industrial de reserva: milhões e milhões de trabalhadores que tinham de ir para o mercado de trabalho — e foram. Agora, esse estoque está acabando. Os outros trabalhadores que não estão empregados não têm educação suficiente para produzir. Vai levar um tempo para ficarem aptos.

Praticamente zerei meus investimentos na Bovespa em 2013. Como tenho o objetivo de aplicar um terço do fundo na bolsa, passei a comprar ações americanas. Em 2015, operamos bastante no exterior, o que funcionou bem: conseguimos capturar a valorização do dólar, que foi de dois reais para quatro reais no ano. Nesse patamar do câmbio, a pergunta é: quanto estou disposto a perder do meu patrimônio para comprar dólares ou mandar o dinheiro para fora do país? Faz isso quem tem medo de perder

dinheiro por causa da inflação ou acha que o governo pode congelar contas e depósitos. A lógica é: não vou esperar o governo dar o calote, vou dar o calote em mim mesmo.

Investir em títulos públicos atrelados à inflação foi a melhor coisa do mundo em 2015. Era possível garantir um retorno real de cerca de 7% ao ano por anos. Só que havia o risco de o investidor não ser pago. Ainda que não houvesse calote, o investidor poderia perder se seu patrimônio fosse corroído pela inflação. Em tese, esse título é uma proteção contra a alta dos preços, mas o governo sempre pode manipular índices. Sim, estou imaginando um cenário extremo, mas não dá para descartar riscos. É por isso que muita gente compra imóveis. Pode desvalorizar, mas é uma propriedade que está lá. Em 2002, o Verde investia em barras de ouro para proteger o patrimônio dos clientes. Hoje, não existe mais tanto ouro à disposição. O título público é seu até o governo mudar algo com uma canetada.

Gosto de fazer um exercício, que é tentar estimar quanto vale a Terra. Suponha que os marcianos fossem muito melhores que a gente e quisessem comprar a Terra. É provável que pagassem para ter acesso ao que estudamos e à nossa capacidade de inventar e construir coisas. Também iam pagar pelos recursos naturais, e o Brasil seria grandemente beneficiado. Mas não pagariam pelo dinheiro que existe no planeta, porque, se somarmos todos os ativos e descontarmos as dívidas, dá zero. Se descontarmos o que é devido pela aposentadoria, ficamos no negativo. As dívidas dos países estão crescendo tanto que vão se tornar impagáveis — como aconteceu com a Grécia. Vamos acabar vendo um grande Plano Collor mundial.

Imagine que um parente seu que nasceu há 2 mil anos deixou uma herança para você de um dólar, que foi aplicada rendendo 1,6% ao ano em termos reais (já descontada a inflação). A maioria das pessoas pensa: um dólar, nem vou me dar ao trabalho de ir buscar. Só que esse 1,6% de retorno — só isso — foi suficiente para transformar aquele dólar em 7 trilhões de dólares hoje. Se esse é o patrimônio de uma única pessoa que recebeu um dólar, onde está o resto do dinheiro do planeta? Obviamente foi destruído — na maior parte das vezes, pelos herdeiros. Muitos acabam fazendo maus negócios, deixam algum esperto tirar vantagem ou investem em ações da Apple. Por isso é melhor ter um imposto sobre herança alto, de 50%, como é nos Estados Unidos. Em vez de pagar esse imposto, os herdeiros doam o dinheiro para faculdades, hospitais, museus. É assim que o mundo se desenvolve.

COMO FAZER BONS INVESTIMENTOS

O que é mais relevante, na opinião de Luis Stuhlberger

- 1 Estude o mercado para resistir à tentação de comprar na alta e vender na baixa. Sempre há desequilíbrios de preço: ganha dinheiro quem consegue identificá-los.
- 2 Faça uma estimativa do risco de cada investimento. É aceitável perder um pouco de dinheiro se houver a chance de obter um rendimento bastante elevado no futuro.
- 3 Escolha ações de boas empresas e durma tranquilo, sabendo que há profissionais trabalhando por você. Ele diz: “Às vezes, o investimento em ações é como uma estrada acidentada. O investidor não pode desistir no meio do caminho”.
- 4 Aplique parte de seus recursos no exterior. Vale a pena diversificar o risco.
- 5 Numa crise, proteja boa parte de seu patrimônio e procure oportunidades de investimento. Em 2015, foi o caso dos títulos públicos atrelados à inflação, que ofereciam um retorno real de cerca de 7% ao ano.

LIVROS INDICADOS

Tomorrows Gold: Asia's Age of Discovery

Marc Faber

O valor do amanhã

Eduardo Giannetti

Previsivelmente irracional

Dan Ariely

“Cada um desses livros foi importante para a minha carreira no momento em que li. Com o *Tomorrow's Gold*, lançado em 2002, descobri a Ásia. *O valor do amanhã*, de 2005, me ajudou a entender melhor o Brasil e por que o amanhã vale muito pouco aqui; o presente importa mais. O livro de Dan Ariely, que foi publicado em 2008, é

um dos mais interessantes sobre finanças comportamentais. Analisa a forma como os investidores tomam decisões, nem sempre de modo racional.”

1 Até 31/12/2015.

2 A cotação do dólar chegou a quatro reais na época.

3 Aloizio Mercadante é um dos fundadores do PT.

4 O Verde teve seu primeiro, e único, ano de desempenho negativo em 2008, quando perdeu 6,4%. Em 2009, rendeu 50,4%.

5 A taxa de administração é cobrada sobre o patrimônio do fundo; o investidor paga a taxa de performance quando o rendimento do fundo fica acima de um indicador definido pelo gestor.

6 Os dados são de 31/12/2015.

7 O Verde escreve relatórios periódicos, com informações sobre o desempenho dos fundos e análises sobre cenários. Geralmente, são publicados na imprensa.

CAPÍTULO 9

Meyer Joseph Nigri

Fundou a incorporadora Tecnisa aos 22 anos, quando ainda estava na faculdade. Com um faturamento de 1,2 bilhão de reais em 2015, a Tecnisa se tornou uma das maiores incorporadoras do país. Meyer Nigri é controlador, presidente executivo e vice-presidente do conselho de administração da empresa. Formou-se em engenharia civil na Escola Politécnica da Universidade de São Paulo e tem 61 anos.

Para negociar, pode mentir

Quando eu nasci, meu pai já tinha decidido que eu seria engenheiro. Sou neto de judeus libaneses que chegaram ao Brasil muito pobres. Meus avós foram camelôs, vendiam gravata na rua. Meu pai conseguiu se formar em engenharia porque era muito esforçado. Trabalhou bastante a vida inteira, ficou vinte anos sem tirar férias. Construiu várias casas e alguns prédios, mas seu forte era o setor de mineração. Criou uma indústria, a Cerâmicas Suzano, que acabou sendo vendida por um bom preço para o grupo Magnesita.

Quando eu era garoto, meu pai era o mais rico entre todos os pais da minha turma de escola, mas minha mesada era a menor de todas. Hoje, acho que isso foi uma coisa boa, porque me ensinou a dar valor ao dinheiro. Aprendi a negociar com ele. Minha primeira “aula” foi inesquecível. Eu tinha oito anos, era um sábado e fui com meu pai comprar óculos. Na primeira loja, havia um par de óculos por 8 mil cruzeiros — não faço ideia de quanto isso valeria hoje. Na loja ao lado, havia outro por 4 mil cruzeiros. Aí meu pai disse ao vendedor dessa segunda loja: “Quatro mil? Tudo isso? Na loja ao lado está metade do preço”. E eu resolvi me meter, achando que ele tinha se confundido: “Não, pai, compra, compra. Lá está oito mil”. Levei a maior bronca. E

falei: “Mas, pai, você me disse que não pode mentir”. E ele: “Mas, para negociar, pode”. Passei a fazer compras com meu pai com frequência e via que ele pechinchava para comprar quase tudo, de frutas a móveis para casa. Ele sempre pagava tudo em dia. Dizia: “Quem pechincha é bom pagador”.

Ainda garoto, eu ficava bolando formas de ganhar um dinheiro extra. Numa época, resolvi fazer pipas para vender na praia, mas nunca consegui ganhar dinheiro com isso. Acabava gastando demais para fazer. Quando tinha dezessete anos, ao entrar no prédio em que morava voltando da escola, o porteiro perguntou se eu queria jogar na loteria esportiva com ele. Topei. O primeiro jogo era São Paulo versus Coritiba. Eu queria marcar o São Paulo, porque sou são-paulino, mas ele me convenceu a apostar no Coritiba. No domingo à noite, ele ligou me dizendo: “Deus é grande, ganhamos!”. Ele tinha acabado de se casar e, com o dinheiro, conseguiu comprar uma casa para morar, os móveis, e ainda levou a mulher para a Bahia, para a família conhecê-la. A minha parte, para mim, era uma fortuna.

Como eu não tinha nenhuma necessidade de usar esse dinheiro e não queria gastar à toa — e, além disso, meu pai estava construindo uma sinagoga —, doeí uma parte do que tinha ganhado para a sinagoga e o restante guardei na caderneta de poupança. O judaísmo diz que as pessoas devem doar, no mínimo, 10% do que recebem, mas eu não sabia disso na época. Doeí porque meu pai doava e eu queria seguir seu exemplo. Uma curiosidade: no judaísmo, não existe a palavra caridade. A palavra usada em hebraico para se referir a caridade é justiça. Quando uma pessoa que tem dinheiro doa para quem não tem, está fazendo justiça.

O estagiário que tinha uma empresa

Quando fiz dezoito anos, negocieei com meu pai que, se eu entrasse na Poli-USP, ganharia um Puma, que era o carro mais legal daquele tempo. Como a faculdade era gratuita, ele achou que eu merecia. Passei na Poli e minha vida estava ótima. Gostava da faculdade, tinha um carro bacana, dinheiro no banco, pouquíssimas preocupações. Até que tudo mudou. Com vinte anos, quis estudar inglês na Inglaterra. Fui conversar com o meu pai, e ele estava muito nervoso, porque a indústria de cerâmica estava indo mal. Acabamos discutindo por dinheiro e eu falei que não queria mais um centavo dele. Devolvi o Puma e fui me virar.

Comecei a dar aulas particulares para alunos que estavam em recuperação na escola. Acabei fazendo as pazes com meu pai um mês depois, ele disse que me daria um carro importado, mas eu, muito orgulhoso, não aceitei. Resolvi ficar independente financeiramente. E não mexi na poupança, que era minha segurança caso algo desse errado. Andei de ônibus durante uns quatro meses, até que comprei um Fusca, financiado em 24 meses. Cheguei em casa de Fusca e o Puma, novinho, continuava na garagem.

Além de dar aulas particulares, comecei a fazer estágio numa construtora. Ganhava mal, mas aprendia muito. Fazia de tudo: projetos, contas, acompanhava as obras. Num belo dia, um dos sócios dessa construtora resolveu vender sua participação num empreendimento, porque estava precisando do dinheiro. Fiz uns cálculos e achei que era um bom negócio. Peguei um empréstimo com meu pai pagando juros de mercado — que eram de 3% ao mês — e comprei a participação. Mas, claro, não foi como eu esperava: o custo da obra estourou e não consegui ganhar dinheiro. Não perdi nada, paguei meu pai (o empréstimo acrescido dos juros), mas não tive lucro.

Sabia que, fazendo esse investimento com uma empresa — e não como pessoa física —, teria vantagens fiscais. Como eu já tinha um plano de realizar empreendimentos imobiliários no futuro e, para tomar um empréstimo no BNH, o Banco Nacional da Habitação, que financiava boa parte do setor, precisaria ter dois anos de tradição no mercado, decidi abrir uma empresa. Assim surgiu a Tecnisa, que foi fundada no dia 22 de setembro de 1977, quando eu tinha 22 anos e estava no último ano da faculdade.

Foi difícil chegar a esse nome. Comecei tentando resumir Engenharia Nigri Ltda., deu Engenil. Achei muito feio: parecia uma empresa de plásticos. Se eu colocasse o *tec*, de técnica, melhorava um pouquinho: Tecnil. Mas ainda soava estranho. Com um S.A., ficava mais interessante. Primeiro pensei em Engenisa, de Engenharia Nigri S.A. Aí resolvi juntar tudo e gostei: Tecnisa soava bem. Só tinha um problema: a empresa não era uma S.A., era uma companhia limitada. Aí pensei: “Um dia, serei uma S.A.”. Vinte e nove anos depois, a Tecnisa virou uma S.A., quando fizemos a abertura de capital.

Um sapato para a obra e outro para o banco

Eu tinha a Tecnisa no papel, mas, para me manter, continuava trabalhando naquela empresa em que eu ganhava pouco. Como eu queria casar — e, por isso, precisava

ganhar melhor —, resolvi arriscar. Comecei a procurar terrenos para construir um empreendimento da Tecnisa. Um amigo da faculdade deu a dica de um terreno excelente, com uma vista maravilhosa, na avenida Arruda Botelho, perto da praça Panamericana, em São Paulo. Era um terreno caro, mas o dono aceitava permuta. Na verdade, ele não queria o pagamento em dinheiro, queria receber seis apartamentos quando ficassem prontos, porque tinha seis filhos. Assim, não precisei pagar nada adiantado. Fiz o projeto, concorri com cerca de cinquenta empresas da época e fui escolhido. Depois disso, fui atrás de financiamento para construir.

Meu pai era um bom cliente do banco Safra e eu tinha um amigo que trabalhava lá. Esse amigo comentou com um gerente que eu precisava de um financiamento e acabei conseguindo. O empréstimo do Safra cobria todo o custo das obras. Ou seja, não precisava desembolsar nada pelo terreno e tinha os recursos para as obras. Mesmo assim, preferi não correr o risco do empreendimento sozinho, porque, se algo desse errado, eu estava começando e não tinha como arcar com o prejuízo. Assim, resolvi convidar quinze amigos para serem meus sócios nesse empreendimento.

Fechei o negócio no dia 27 de junho de 1979 e me casei no dia seguinte. Tinha 24 anos. Fizemos uma viagem rápida para os Estados Unidos em lua de mel e voltei correndo para trabalhar. Esse foi um período de muito trabalho e também muito feliz. No escritório da Tecnisa, só tinha uma secretária e um office boy, então eu cuidava de tudo: tinha de bater escanteio e correr até a área para cabecear. Eu deixava dois sapatos no escritório, um para visitar a obra e outro para ir ao banco.

Meu segundo empreendimento foi feito da mesma forma, com investidores — e, dessa vez, meu pai tinha dito que também entraria de sócio. Falou: “Se você achar outro bom terreno, pode construir que coloco dinheiro”. Achei o terreno. Quando fui à casa dele pegar o cheque, brigamos de novo e ele desistiu do negócio. Pensei: “E agora? Preciso dar o sinal amanhã”. Acordei bem cedo, telefonei para alguns amigos e juntei os investidores de que precisava. Paguei o sinal e, à noite, fui jantar na casa dos meus pais, como fazia todas as sextas-feiras. Ele ainda estava bravo e quis saber do terreno. Quando disse que havia reunido investidores e comprado, ele ficou surpreso. Acho que passou a me respeitar de verdade naquele dia.

Meu pai era muito duro, mas aprendi muito com ele. É muito mais fácil falar sim do que não para os filhos, e ele sabia falar não. Também gostava de ensinar: quando eu era criança, chegava exausto à noite em casa e me dava uns probleminhas de lógica e algumas contas grandes para resolver. Eu dizia: “Isso não cai na prova”. E ele: “Não

interessa, faz a conta”. Fiz isso com meus filhos também.

Os bairros onde todo mundo quer morar

O bom desempenho da Tecnisa ao longo dos anos se deve a vários fatores, mas, se tivesse de escolher apenas um, seria a matemática financeira. Aprendi matemática financeira sozinho, quando tinha dezenove anos, lendo um livro que meu pai ganhou sobre o assunto — tive de ler umas cinco vezes para entender, mas valeu a pena. Na época, não havia calculadora financeira nem computador para calcular juros compostos. Então usava umas tabelinhas e conseguia saber exatamente qual era o custo do dinheiro para a empresa. Isso fazia uma grande diferença nas décadas de 1970 e 1980, porque a inflação era muito alta e os juros também. A maioria dos empresários não se preocupava com isso. Saía comprando, vendendo, construindo e, quando ia colocar no papel, perdia dinheiro porque não sabia fazer contas. Muitas empresas da época quebraram. Hoje, obviamente, todo mundo consegue fazer essas contas, é uma commodity.

Atualmente, o que faz diferença no mercado imobiliário, em primeiro lugar, é ter um processo ajustado de construção, para evitar atrasos e desperdícios. Também é preciso ter um bom relacionamento com o cliente, para entender o que ele quer e como está sua situação financeira. A pior coisa que existe é um cliente devolver o imóvel que comprou na planta porque está insatisfeito ou descobriu que não vai ter como pagar. Isso mata o planejamento financeiro de qualquer incorporadora.

Os compradores de imóveis são atraídos pelo preço, claro, mas também por localização. Algumas pessoas querem passar a vida morando no bairro em que nasceram, mas a maioria almeja mudar para bairros mais valorizados. Toda cidade tem bairros que chamamos de “migratórios”, que são aqueles que, por razões variadas, costumam atrair moradores: podem ser cercados por parques, ter uma boa rede de transportes, escolas etc. Em São Paulo, Moema é um exemplo: se você perguntar para pessoas de diferentes regiões da cidade, quase todas dirão que topam morar em Moema. O mesmo vale para Jardins, Higienópolis e Vila Nova Conceição. Os preços dificilmente caem nesses locais porque há um grupo de pessoas que só quer morar ali. Já o Morumbi é mais complicado. Quem mora em Pinheiros dificilmente se mudaria para o Morumbi. Em geral, é mais seguro lançar um prédio num bairro migratório, mas

é preciso avaliar o custo do terreno.

Há alguns modismos no mercado imobiliário. O importante é ter lógica. Por exemplo: nos últimos anos, a tendência do mercado foi lançar apartamentos compactos. Nós fizemos o contrário. Desenvolvemos o conceito do “*grand space*”, que significa fazer apartamentos maiores que a média do mercado. Quanto maior o imóvel, menor o custo do metro quadrado para o incorporador, porque é possível diluir despesas fixas com elevadores, escadarias etc. Assim, o preço final do metro quadrado cai de forma expressiva, o que é uma grande vantagem para o comprador.

Abertura de capital: um desafio

Em 2004, dois anos e meio antes de a Tecnisa abrir o capital, o Elie Horn, que é o controlador da Cyrela, me procurou dizendo que queria propor um negócio. Ele e o filho foram à minha casa tomar café da manhã comigo e com meu filho mais velho, Joseph. O Elie queria fundir a Cyrela e a Tecnisa e abrir o capital da nova empresa na bolsa. Sugeriu que eu fosse o presidente executivo. Mas, na época, eu não queria ter uma companhia de capital aberto. O Elie insistiu bastante, não me convenceu, então abriu o capital apenas da Cyrela, em 2005. A operação foi um sucesso e pavimentou o caminho para outras incorporadoras lançarem ações na bolsa. Isso criou uma situação complicada para a Tecnisa, que precisava crescer para conseguir competir com concorrentes capitalizados. Como as ações das incorporadoras estavam bastante valorizadas no mercado, resolvi também abrir o capital da Tecnisa.¹ Passamos o ano de 2006 nos preparando e estreamos na bolsa no dia 1º de fevereiro de 2007.

Como levantamos um valor substancial com a oferta de ações, havia uma pressão enorme dos investidores por resultado. Tínhamos de crescer. Os analistas diziam que era preciso diversificar e construir em cidades onde havia menos concorrência, e fizemos isso. Lançamos prédios como nunca — nós e todas as incorporadoras que abriram capital. Mas, se entendíamos muito de mercado imobiliário, não sabíamos nada sobre o mercado de capitais. Fomos na onda e erramos feio. Primeiro porque, com todo mundo construindo mais, os custos dispararam: não havia material nem mão de obra para tantos empreendimentos. Os projetos atrasaram, os clientes ficaram insatisfeitos, as empresas tiveram de pagar multa e passaram a ter prejuízos. Algumas tiveram de ser vendidas para não quebrar.

Além disso, quando muitos dos prédios construídos com o dinheiro captado na bolsa começaram a ficar prontos, a economia entrou numa espiral negativa. Com isso, muitos clientes distrataram, ou seja, devolveram para as incorporadoras os imóveis que haviam comprado na planta. Essa é uma regra muito injusta que existe no Brasil. O cliente pode simplesmente desistir da compra de uma casa ou apartamento. Algumas pessoas, de fato, tiveram dificuldades financeiras por causa da crise, mas outras desistiram porque o mercado piorou e os preços pararam de subir. Quem esperava vender o imóvel com lucro quando ficasse pronto, ficou frustrado e jogou o problema para o incorporador. Isso prejudicou muitas empresas, inclusive a Tecnisa.

Por tudo isso, nós, que nunca havíamos perdido um centavo desde nossa fundação, em 1977 — todos os empreendimentos que a Tecnisa tinha construído até então haviam apresentado um retorno superior ao custo de oportunidade —, passamos a ter perdas em alguns projetos.² A lição é: deveríamos ter feito apenas o que achávamos viável, não o que o mercado pedia.

Nosso maior projeto, até o momento, é o Jardim das Perdizes, um condomínio lançado num terreno de 250 mil metros quadrados em São Paulo — um tamanho equivalente a quase quatrocentas quadras de tênis. Esse terreno foi oferecido ao mercado por meio de um leilão e a Tecnisa fez a proposta vencedora. Fizemos o pagamento do sinal antes da abertura de capital da empresa e usamos parte dos recursos levantados na oferta de ações para pagar o restante. Nosso risco foi perder o sinal caso a oferta não saísse.

Fórmula 1 e orquestra

Aos 27 anos, me considerava realizado profissional e financeiramente, porque estava ganhando dinheiro fazendo o que gostava. Mas, quando cheguei aos trinta, pensei: vou passar a vida comprando terreno, aprovando projetos, construindo, vendendo e só? Achei que precisava de mais. Cheguei até a pensar em prestar vestibular e fazer faculdade de física, porque adoro física desde o colégio, mas não fui em frente. No ano seguinte, como trabalhava demais, passei por um momento de estresse. Resolvi diminuir a carga de trabalho e me dediquei a coisas de que gostava, mas nunca tinha tempo para fazer: fui correr de kart, aprendi a tocar órgão e também comecei a fazer terapia. Trabalho moderadamente e acho que o mais importante é ter equilíbrio entre a

vida profissional e a pessoal.

Tenho a esperança de passar o bastão para os meus filhos. Joseph é vice-presidente da companhia e Renato é diretor. Ambos estão indo muito bem. Já minha filha, Andrea, é uma excelente arquiteta, trabalhou na Tecnisa, mas preferiu sair e ter sua própria empresa. Meu objetivo é prepará-la para ser uma boa acionista. Não vejo conflito em ter familiares na Tecnisa. Se meus filhos querem e têm condições de assumir responsabilidades na empresa, e são tidos como competentes por seus pares, não há por que mantê-los longe. É preciso ser realista.

A filantropia sempre teve um papel relevante na minha vida. À medida que fui tendo mais condições financeiras, fui aumentando minhas doações. Além de contribuir, trabalho desde os dezoito anos em várias instituições beneficentes. Dedico boa parte do meu tempo a isso, e vejo que meus filhos estão no mesmo caminho. Meu filho mais novo, Renato, dois dias antes de receber seu primeiro salário como estagiário, queria doar 10% do que receberia e me pediu sugestões. Às vezes, ouço pessoas dizendo: “Quanto mais você doa, mais você recebe”. É um pensamento religioso, mas não gosto de pensar dessa forma. Se eu realmente acreditar que dando um, vou ganhar dois, não estou dando, estou fazendo investimento.

Imóveis versus juros altos

Para quem está pensando em comprar um imóvel para morar, os descontos que costumam ser oferecidos pelos proprietários que querem vender em momentos de crise podem ajudar a fechar um bom negócio. Se o objetivo for investir, porém, é preciso fazer contas levando em conta os altos juros do Brasil. Em 2015, por exemplo, era possível investir em fundos de renda fixa conservadores e ganhar uns 14% ao ano. Títulos ligados ao mercado imobiliário, como LCIS e CRIS, chegam a render 20% ao ano.³ Se eu decidir pegar esse dinheiro e comprar um imóvel, o rendimento precisa ser superior a 20% ao ano, para compensar o risco. É possível ganhar dinheiro com imóveis comprando e revendendo com lucro ou recebendo aluguel.

Pessoalmente, prefiro investir em LCIS e CRIS a aplicar em imóveis, e isso se deve ao fato de morar no Brasil. Se eu vivesse nos Estados Unidos, onde os juros são baixíssimos, e tivesse a chance de ganhar 8% ao ano com imóveis, valeria a pena. Mas ganhar mais de 20% não é trivial. Se o imóvel ficar parado um ano, você já perdeu

14%, que é o que receberia deixando o dinheiro num fundo DI, de baixíssimo risco. Não gosto de correr riscos no mercado financeiro. Só tenho ações da Tecnisa. Aplico o restante do patrimônio em fundos e títulos de renda fixa. Corro riscos — controlados — como empresário, comprando terrenos, construindo. É disto que gosto: construir para vender.

COMO FAZER BONS INVESTIMENTOS

O que é mais relevante, na opinião de Meyer Joseph Nigri

- 1 Aproveite as oportunidades que surgem nas crises: é possível comprar imóveis com preços bons e ganhar com a valorização futura. Em momento de incertezas econômicas e políticas, imóveis costumam ser um porto seguro — mas o horizonte de investimento deve ser de longo prazo.
- 2 Procure alternativas no mercado imobiliário. Investir em títulos de renda fixa ligados ao setor, como CRIs, tem sido um bom negócio.
- 3 Tenha uma reserva para emergências aplicada em investimentos conservadores. Com essa segurança, dá para arriscar e mudar de emprego ou fundar uma empresa.

LIVROS INDICADOS

A arte cavalheiresca do arqueiro zen

Eugen Herrigel

“O personagem central vai morar no Japão e resolve aprender artes marciais e meditação. Seu mestre pede para ele atirar flechas e tentar acertar o alvo. Ele erra várias vezes até que o mestre diz: ‘Você está tão obcecado em acertar que não está fazendo o movimento direito. Esqueça o alvo, respire, faça o movimento certo e vá atirando que você vai conseguir’. Acho que isso acontece no cotidiano. Às vezes, você fica tão obcecado em ganhar dinheiro que não consegue ganhar. É melhor se concentrar em fazer um trabalho bem-feito e prestar um bom serviço. O dinheiro virá

como consequência.”

Em busca de sentido

Viktor Frankl

“Viktor Frankl criou o conceito da logoterapia enquanto estava num campo de concentração. Diz que as pessoas buscam, a todo momento, dar um sentido às suas vidas. Quem tem um propósito sobrevive.”

Quando tudo não é o bastante

Harold Kushner

“O título é autoexplicativo. O livro fala sobre o desejo de querer sempre mais, e de como é vital entender o que realmente importa.”

Quanto custa salvar uma vida?

Peter Singer

“É um livro bastante abrangente e completo que detalha diversos aspectos das doações e instituições beneficentes. Aborda desde a eficiência das entidades até os aspectos psicológicos dos filantropos.”

1 A Tecnisa abriu capital em janeiro de 2007. Captou 791 milhões de reais.

2 Os resultados da Tecnisa pioraram e suas ações caíram 80% desde a abertura de capital até o fim de 2015.

3 As estimativas de rendimento levam em conta a situação do mercado em 2015. LCIs são Letras de Crédito Imobiliário e CRIs, Certificados de Recebíveis Imobiliários. Até 2015, os dois títulos eram isentos de imposto de renda.

CAPÍTULO 10

Pedro Damasceno

É sócio da Dynamo, umas das gestoras de fundos de ações mais bem-sucedidas do país. A Dynamo tem cerca de 13 bilhões de reais de ativos sob gestão investidos no Brasil e no exterior.¹ Seu principal fundo no Brasil, o Cougar, rendeu cerca de 7000% em termos reais (ou seja, descontada a inflação) desde que foi criado, em 1993. Damasceno é um dos sócios responsáveis por analisar empresas e aprovar investimentos. Formou-se em economia na Universidade Cândido Mendes, no Rio de Janeiro, e tem 48 anos.

Interesse pelas empresas de “segunda linha”

Para alguém que está procurando lições ou conselhos de investimento, é mais interessante entender como funciona a Dynamo do que saber detalhes sobre a minha carreira. A gestora é, fundamentalmente, composta pelo mesmo grupo de pessoas que fundou a empresa e se especializou em investir de um jeito muito próprio. É nesse ambiente virtuoso, com uma dinâmica muito particular, em que as ideias fluem, que as pessoas conseguem gerar os bons retornos.²

A Dynamo foi criada no início dos anos 1990 por iniciativa do Bruno Rocha, que tinha sido sócio do banco Garantia. Naquela época, o mercado de fundos de investimento era incipiente no Brasil. A bolsa era muito pequena: poucas empresas eram listadas e o volume de negócios era baixo. O lugar-comum dos investidores era tentar entender o que aconteceria na macroeconomia e ganhar dinheiro com isso no curtíssimo prazo, comprando e vendendo as ações que tinham alguma liquidez, que eram basicamente as da Vale, Petrobras e Telebras.

Ao mesmo tempo, havia empresas tradicionais que recebiam pouca atenção dos

investidores, como Antarctica, Brahma, Casa Anglo³ e Mesbla, e um movimento interessante de companhias emergentes se estruturando, entre elas Coteminas, Gradiente e Refripar.⁴ Essas ações com menos liquidez eram chamadas de “segunda linha”, e eram esses papéis que a Dynamo queria comprar, com o objetivo de mantê-los em carteira por anos e ganhar com a evolução das empresas, de seus negócios e fundamentos. Assim, o importante, na nossa visão, é olhar para dentro das empresas, para seus fundamentos e a qualidade de sua administração, e não necessariamente para o ambiente macroeconômico. Para fazer isso, proximidade é fundamental. Não basta ficar no escritório olhando para uma tela de computador: é necessário conhecer a empresa a fundo, visitar suas instalações, viajar e interagir com seus donos e executivos.

Essa não é uma estratégia original. Existe há décadas nos Estados Unidos e na Europa, e é conhecida como *value investing*. Quando a Dynamo foi criada, já havia no exterior um grande número de gestores independentes fazendo isso, assim como um universo enorme de empresas listadas. O desafio era investir dessa forma no Brasil da época, porque, além dos problemas macro (inflação alta, juros elevados etc.), havia poucas companhias com essas características na bolsa. No começo, éramos tratados quase como alienígenas, porque não era comum ver gestores participando de assembleias de acionistas, nem visitando empresas ou falando com diretores.

O Bruno fundou a Dynamo com o Pedro Eberle, que tinha experiência prévia com o mundo da gestão de fundos e, sobretudo, com empresas de segunda linha. Eu tive a felicidade de fazer meu primeiro estágio no banco Montreal, no departamento de análise. Ali, tomei gosto e me familiarizei com o universo da análise dos fundamentos das empresas. Assim, quando fui para a Dynamo, já tinha alguma experiência e certamente muita vontade de trabalhar com isso.

A concorrência e o retorno do investidor

O Brasil ainda é uma economia muito fechada e, em razão das idiossincrasias do país, da burocracia e da falta de infraestrutura, muitos setores ainda funcionam como quase oligopólios. Em geral, isso é péssimo para o investidor. Mas esse ambiente invariavelmente proporciona retornos altos para as empresas estabelecidas, o que é bom para os investidores. Pouca gente dá a importância devida a essa situação. É óbvio

que estou falando num tom bem genérico para ajudar a fazer o argumento, já que os órgãos reguladores interferem para ajudar a diminuir as distorções. Mas, de forma geral, um dos maiores inimigos do retorno é a competição.

Antes de investir numa empresa, sempre analisamos três pontos fundamentais: seus resultados, sua estratégia (que engloba a qualidade do negócio) e as pessoas responsáveis pela gestão. A parte numérica parece ser a mais fácil, principalmente após anos de experiência olhando os demonstrativos das companhias. Avaliar a estratégia e a qualidade do negócio é mais complexo. A Dynamo se preocupa muito com isso porque as companhias mudam e os setores em que elas atuam também. É preciso entender por que o negócio é bom, como ele vai se perpetuar, quais são os riscos etc. Charlie Munger — sócio de Warren Buffett, dois dos maiores investidores de todos os tempos⁵ — é obcecado por isso. Gastamos 80% do nosso tempo nessa análise: visitamos a empresa, conversamos com seus executivos, estudamos os concorrentes e o setor etc. É isso que torna esse mundo tão apaixonante.

Nossas percepções são discutidas em conjunto pelos principais sócios da empresa e só tomamos decisões por consenso. Não existe um comitê formal de investimentos. Como sentamos todos juntos, debatemos o tempo todo. Quando há divergências ou algum tema mais complexo para ser discutido, fazemos reuniões no fim de semana, para evitar a interferência do telefone e dos e-mails. Acho que a convivência de anos entre os sócios facilita muito o processo. Além disso, não tomamos decisões todos os dias, porque não somos pautados pelo ambiente macroeconômico. Assim, temos tempo para chegar ao consenso, que é algo virtuoso porque minimiza muito o risco.

A análise de risco é outro tema de extrema importância no nosso mundo. Não avaliamos apenas os retornos auferidos, mas a maneira como foram gerados, ou seja, quanto risco foi necessário tomar. Temos profissionais capacitados olhando para uma mesma empresa com perspectivas diferentes. Sempre há alguém mais distante da companhia, que ajuda a desconstruir as ideias da equipe. Essa postura é incentivada e precisa ser cultivada. É natural que você tenha uma antipatia por alguém que fica questionando suas teses. Mas gostamos de escutar opiniões diferentes. A senioridade aqui é a do argumento. Acho que a Dynamo deu certo, em parte, por causa desse processo.

O Buffett costuma dizer que algum dia um idiota vai gerir sua companhia, então é melhor que ela aguentar passar por isso. Mas, é claro, se houver bons gestores tocando o negócio, melhor, então também nos preocupamos com isso. Ler as pessoas é

complicado. É mais uma arte que uma ciência. Às vezes, as pessoas nem são desonestas: estão contando uma história ou fazendo alguma coisa em que acreditam de fato. Só que vai dar errado. Para perceber isso, entre outras coisas, é preciso gastar um tempo analisando a empresa e o histórico de seus controladores e principais executivos.

O risco de ser expropriado

Também precisamos considerar o risco de alguém querer enganar de propósito. Para tentar evitar isso, analisamos e estudamos a lei das S.A., os documentos societários das companhias, acordos de acionistas, estatutos e políticas de remuneração dos executivos — tudo isso é público. É impressionante como muitos investidores não prestam a devida atenção a documentos públicos. Nem sempre eles são claros o suficiente, mas vale a pena estudar e consultar a lei das S.A. Às vezes, um acordo de acionistas pode transformar um investimento que parecia excelente num problema. É preciso entender se existe um alinhamento de interesses entre os donos das companhias, seus administradores e os acionistas minoritários.

Temos essa preocupação com os documentos societários desde o início da Dynamo. No início da década de 1990, o preço das ações de segunda linha era normalmente muito atrativo porque poucos gestores se interessavam por elas. Em compensação, o risco de expropriação era muito grande — os controladores conseguiam criar certas estruturas financeiras totalmente legítimas que deixavam os acionistas minoritários a ver navios. E tudo dentro das regras. A lei das S.A. permitia certos “abusos”, então tínhamos de nos proteger. De lá para cá, o arcabouço jurídico brasileiro melhorou muito, principalmente no segmento do Novo Mercado da Bolsa.⁶ De toda forma, acreditamos que a busca pelo entendimento de como os interesses se alinham é de fundamental importância para o sucesso de um caso de investimento, em qualquer companhia, em qualquer lugar do mundo.

Em meados dos anos 1990, nossa tese era que, no futuro, a governança das empresas — um termo que nem existia na época — iria melhorar, porque o país estava mudando e recebendo mais investidores estrangeiros, e eles tenderiam a privilegiar as companhias com uma estrutura societária mais equânime e transparente. Participamos de algumas transformações empresariais nesse sentido. Uma delas foi a das Indústrias Villares, que

tinham uma subsidiária de elevadores, a Atlas. Separamos a Atlas numa nova companhia, que abriu capital e se tornou a primeira empresa sem controle definido da bolsa brasileira. Era comandada pelas próprias Indústrias Villares e por um grupo de investidores, entre eles nós e a gestora Investidor Profissional. A Atlas acabou sendo vendida para um sócio estratégico, a empresa Elevadores Schindler.

Outro caso foi o da Eternit, empresa brasileira que fabrica materiais de construção. Em 1997, a Dynamo começou a gerir um fundo que reunia as ações sem liquidez que o BNDES e alguns dos principais fundos de pensão do país tinham. Uma dessas ações era a da Eternit. Os números da empresa eram excelentes: o valor de mercado era só um pouco maior que o caixa, o que significava que a ação estava muito barata. Só que esse aparente almoço grátis na verdade tinha um preço, que era a questão do banimento do amianto no mundo. Na época, havia uma série de processos judiciais na Europa e nos Estados Unidos movidos por trabalhadores que, supostamente, ficaram doentes por causa da manipulação do amianto em fábricas. Era um movimento parecido com o que já tinha ocorrido com a indústria de cigarros.

Buscamos descobrir nos documentos societários quem era o controlador da Eternit, para entender melhor a estratégia da empresa. Não aparecia. Era difícil conseguir as listas de acionistas na época, as companhias eram reticentes em dar. Descobrimos que o grupo francês Saint-Gobain era o maior acionista, mas não necessariamente tinha o controle. Passamos então a procurar todos os grandes acionistas da companhia, inclusive a Saint-Gobain, de forma a entender melhor a dinâmica da tomada de decisões. Numa das assembleias de acionistas, a empresa propôs distribuir um volume de dividendos que considerávamos baixo, dado o nível de caixa na época. Já com um grupo de investidores coeso e alinhado, fizemos uma proposta alternativa. Lembro que havia uma mesa cheia de advogados, que eram os representantes da Eternit. Eles fizeram a proposta dos dividendos quase lendo a ata, de forma muito burocrática. E aí apresentamos a nossa alternativa, o que gerou mal-estar, porque, naquele período, a assembleia era só uma formalidade, não se discutiam propostas e resultados. Ficamos discutindo por horas até que, afinal, decidiu-se pela votação, e esse grupo de acionistas que nós representávamos acabou ganhando. Foi uma surpresa geral.

Essa assembleia foi emblemática, pois a maioria dos acionistas — que são os verdadeiros donos das companhias — pôde, genuína e democraticamente, decidir sobre o destino de seus resultados. O corolário de toda essa confusão foi a assinatura de um acordo que envolveu 100% dos acionistas e regulou, entre outras coisas, a dinâmica do

destino dos resultados futuros. Pelo fato de a Eternit ser uma companhia sem controle definido, esse acordo foi inserido no próprio estatuto, fazendo com que sua continuidade fosse automática, ou seja, qualquer acionista, em qualquer momento, teria direito às regras estabelecidas no acordo.

Esse arranjo permaneceu mesmo depois que vendemos nossas ações. Novos acionistas entraram, como um grupo liderado pelo Guilherme Affonso Ferreira [que é um dos entrevistados deste livro], dando continuidade à vida corporativa da Eternit. Ou seja, o que surgiu como conflito acabou se transformando numa parceria virtuosa, que é como gostamos de atuar nas empresas em que investimos. As ações da Eternit valorizaram muito. Em dez anos, a alta foi de 1300% em termos reais, ou seja, já descontada a inflação. No mesmo período, o Ibovespa subiu 230%.

As ações que vão bem há décadas

Não somos apaixonados por nenhuma empresa, nem por um setor específico ou modelo de negócio. Às vezes definem a Dynamo como um fundo de governança corporativa, porque buscamos tornar as empresas mais transparentes e próximas dos acionistas. Também já escutei que a Dynamo não investe em companhias estatais. Mas a verdade é que tentamos não ter nenhum viés — já investimos nos papéis da BB Seguridade, do Banco do Brasil e da Cemig, por exemplo: todas estatais. Nosso propósito é fazer bons investimentos, então temos uma visão pragmática.

Uma crítica que fazem à Dynamo é que analisamos muito e investimos pouco, ou seja, que nossa exposição a risco é pequena. Como acertamos mais que erramos, se comprássemos mais ações, nosso rendimento seria maior. Verdade, mas é fácil dizer isso olhando pelo retrovisor. Avaliamos risco de forma diferente. Não consideramos a volatilidade de preços uma medida de risco adequada, porque, entre outras coisas, temos um horizonte de investimento de longo prazo: assim, se o preço dos papéis de uma empresa que consideramos promissora cai, aproveitamos para comprar mais. O risco maior é haver algum problema com a estratégia da companhia: ela está perdendo mercado para os concorrentes? Existe o risco de ruptura do negócio? Endividou-se demais? Mudou a direção e os novos executivos não parecem confiáveis? Com base nesse tipo de análise é que avaliamos o tamanho da posição no fundo, ou seja, o tamanho do risco que estamos dispostos a correr em determinada companhia. A análise

de risco é mais estratégica que paramétrica.

Há algumas poucas ações na bolsa que são bons investimentos há décadas. É o caso dos papéis da Ambev, do Itaú e das Lojas Renner. Aplicamos nessas empresas, em maior ou menor quantidade, praticamente desde a fundação da Dynamo. Essas companhias têm modelos de negócio sólidos e confiamos muito nos gestores, que têm comprovada capacidade de execução. A Renner vem passando por uma transformação desde 2013, com profundas alterações no sistema logístico e no layout das lojas. Essas mudanças sempre trazem riscos, mas, dado o histórico de sucesso de execução dos administradores da companhia, ela merece o benefício da dúvida. A Renner foi uma das varejistas que menos sofreram com a crise de 2015, que prejudicou muito as vendas do comércio. O lucro da companhia até cresceu, foi impressionante.

Existe uma regra básica em microeconomia que é a noção de economia de escala. Certos negócios atingem tal escala que são muito difíceis de ser replicados. Em países grandes como o Brasil, isso costuma acontecer por causa da distribuição. Algumas multinacionais com ótimo desempenho em seus países de origem e em outras regiões do mundo chegaram ao Brasil e não conseguiram crescer e serem rentáveis basicamente porque não controlaram a distribuição. Um exemplo clássico é o do setor de cervejas. À diferença do que ocorre na maioria dos mercados desenvolvidos, o consumo de cerveja aqui se dá em mais de 1 milhão de pontos de venda espalhados pelo país, que incluem os botecos e mercadinhos de bairro. Só uma companhia conseguiu ter uma escala de distribuição que atende a todos esses pontos de uma só vez, a Ambev. Nenhuma multinacional foi capaz de desenvolver essa estrutura. É uma vantagem competitiva quase intransponível.

Isso também vale para o sistema financeiro. Os grandes bancos têm distribuição e acesso a capital. A organização de um conglomerado financeiro como o Itaú e o Bradesco faz com que o bolso dos clientes seja todo “controlado” pelo banco. Isso traz um efeito em escala que dificilmente é replicável, basta ver o que aconteceu com a maioria dos bancos estrangeiros no Brasil. O único que se mantém competitivo é o Santander, mas, no passado, ele quis ser o maior banco privado do país, um objetivo bastante difícil de ser atingido agora.⁷

Por que investimentos temáticos não necessariamente

funcionam

Não consigo me lembrar de uma ocasião em que fomos muito bem-sucedidos fazendo investimentos temáticos, ou seja, comprando ações de empresas de um setor que parecia ser a bola da vez. Essa não é a maneira como costumamos investir. Erramos, por exemplo, quando elegemos o setor de petróleo como promissor, em 2005. Estudamos muito o potencial das reservas descobertas pela Petrobras na camada pré-sal. Talvez o fato de estarmos no Rio de Janeiro tenha influenciado um pouco, porque convivemos com muita proximidade com profissionais do setor. À medida que estudávamos, ficávamos mais impressionados com a dimensão do pré-sal, ainda que houvesse dúvidas quanto a estarmos ou não preparados para explorar essas reservas. Temos um fundo no exterior que investe em ações de empresas de diversos países, o que nos permite analisar com mais profundidade setores globalizados, como o de petróleo. Na época, a nova fronteira do pré-sal era um dos assuntos mais relevantes dessa indústria no mundo, e parecia que, como brasileiros, tínhamos uma vantagem no entendimento desse tema.

Olhando em retrospecto, é impressionante como o pré-sal é muito maior do que qualquer analista esperava no início. A capacidade técnica da Petrobras aliada à qualidade das reservas fez com que a tese do pré-sal — questões de preço do óleo à parte — fosse muito mais pujante do que imaginávamos. Porém, mesmo diante disso, o retorno do investimento que fizemos nesse tema foi medíocre. Tentamos investir em ações de petroleiras que tinham presença marcante no pré-sal brasileiro, como a Galp, a Repsol e a própria Petrobras. A moral da história é que, se as teses temáticas não tiverem, por trás, companhias com dinâmicas próprias e sólidas, dificilmente o retorno é bom. O mais importante para nós é a companhia, e não o setor em que ela está. É óbvio que é melhor ter vento a favor do que contra. Mas, de maneira geral, são as boas empresas que fazem diferença no longo prazo.

Isso não quer dizer que seja dispensável analisar o setor. Pelo contrário. Sempre fazemos estudos macroeconômicos e setoriais para entender o ambiente em que as empresas em que queremos aplicar estão inseridas. Em alguns casos, contratamos firmas terceirizadas para nos ajudar a fazer pesquisas de campo. Temos também uma rede de contatos aptos a fazer essas pesquisas e análises, o que nos ajuda a checar hipóteses quando achamos que há pouca clareza sobre determinado tema. Foi o que fizemos no segmento de cartões. Até 2010, a Cielo, que se chamava Visanet na época,

tinha a exclusividade para processar as operações com cartões da Visa, e a Rede, que se chamava Redecard, fazia o mesmo com a Mastercard. O Banco Central resolveu alterar as regras para encorajar outras empresas a operar nesse mercado de forma a aumentar a concorrência.

Quando as novas regras foram anunciadas, as ações da Cielo e da Rede sofreram expressivas quedas na bolsa. A conclusão imediata da maioria dos investidores foi: haverá mais competição, logo, os resultados dessas companhias vão piorar. É claro que faz sentido, mas nós achávamos que o cenário era mais complexo e a vantagem do incumbente, muito grande. Ou seja, na nossa opinião, os demais investidores estavam certos no gênero — haverá mais concorrência —, mas não no grau — os resultados dessas empresas vão piorar sensivelmente. Os novos entrantes precisariam investir muito para ganhar a escala e a capilaridade que a Cielo e a Redecard já tinham, porque, para gerar receita, teriam de instalar aquelas maquininhas de cartão em milhões de estabelecimentos — de novo, a barreira da distribuição num país continental como o Brasil. Nosso desafio era estimar quanto a Cielo e a Redecard poderiam perder de participação de mercado e como isso afetaria a margem de lucro dessas empresas, que era altíssima.

É sempre difícil ir contra a opinião média do mercado. Ficamos nos perguntando se estamos certos mesmo, e isso dificulta a execução da ação que consideramos correta. A solução é o trabalho muito intenso. No caso da Cielo e da Rede, estudamos a fundo o setor aqui e no exterior, para entender as semelhanças e diferenças. Nos Estados Unidos e na Inglaterra, países que o Banco Central dizia ter avaliado para decidir mudar as regras de processamento de cartões no Brasil, há muitas empresas disputando esse mercado. Também fomos várias vezes a Brasília conversar com funcionários do Banco Central, do Cade e do Ministério da Justiça. Contratamos um instituto de pesquisa para fazer um levantamento exclusivo para a gente. Foram visitados 250 pequenos estabelecimentos em São Paulo e Porto Alegre. Por que essas duas cidades? Porque o Santander era um novo entrante, então nós escolhemos as praças onde o banco tinha mais agências. Montamos com o instituto um questionário para apurar se o lojista havia recebido uma nova proposta de uma processadora de cartões, qual era o valor das taxas cobradas, se estava havendo renegociação de taxa etc. O instituto visitou um mesmo lojista mais de uma vez, para medir se o mercado estava mudando.

Depois de toda essa análise, passamos a ter mais convicção de que o efeito da competição seria muito menor do que a maioria dos analistas previa. O preço das ações

refletia um cenário de concorrência acirrada que, na nossa visão, não aconteceria. E não aconteceu mesmo: em 2015, a Cielo e a Rede ainda tinham quase 90% do mercado de processamento de operações com cartões. Compramos mais ações da Cielo e da Rede. Em 2011, elas representavam cerca de 15% do fundo. Nosso retorno foi excelente. Só tivemos segurança para chegar a esse percentual por causa da nossa obsessão por conhecimento. É interessante notar que, apesar de dominarem o mercado, a Cielo e a Rede não estão paradas. Estão investindo em novas tecnologias. É uma boa combinação da vantagem do incumbente com competência na gestão.

Uma das grandes virtudes de um investidor é saber separar o gênero do grau. Identificar exageros (grau) nos movimentos dos preços das ações pode fazer grande diferença. Quando você escolhe a empresa certa no setor certo — e somos obcecados por isso — e paga um preço justo por suas ações, consegue auferir bons rendimentos ao longo do tempo. Nesse sentido, a imprevisibilidade da macroeconomia até ajuda, porque afasta muitos investidores da bolsa e reduz os preços das ações de companhias interessantes.

Os perigos dos setores de commodities e tecnologia

Sempre que há uma ruptura como essa que aconteceu no setor de cartões, fica difícil para o investidor se posicionar, especialmente se não for profissional. Meu conselho para os leigos é buscar empresas com receitas mais estáveis e menos suscetíveis à troca de regulação e a mudanças estruturais. Dependendo do caso, até um profissional encontra dificuldades. Na Dynamo, sabemos que é muito complexo entender as empresas de tecnologia. Esse setor muda muito rapidamente: o que é um bom negócio hoje pode não ser amanhã, e não temos um modelo para prever isso. O setor de commodities, com seus ciclos, também é complicado. Em mineração, por exemplo, sabemos que a Vale é um dos produtores com menor custo do mundo, além de ter um minério de qualidade em Carajás. Isso tem valor? Claro, e por isso já fomos por algumas vezes acionistas da Vale, mas sempre atentos ao tamanho da posição no fundo, ou seja, ao tamanho do risco que estamos dispostos a correr. Dificilmente teremos convicção necessária para investir pesado na Vale, ou em qualquer outra empresa de commodities, porque não temos nenhuma vantagem comparativa para analisar a dinâmica de preços da maioria desses produtos, que depende de uma série de variáveis

dispersas e complexas espalhadas pelo mundo.

Evitar os grandes erros deve ser um dos principais objetivos do investidor. Se o investidor não fizer muita besteira, escolher empresas minimamente boas e dispor de capital de longo prazo, o tempo estará a seu favor. Os problemas acontecem quando as pessoas se desesperam e vendem na hora errada ou se animam em momentos de euforia. Pode parecer simplista, mas bom senso é mais importante para um investidor que qualquer outra coisa. Tentar adivinhar os movimentos de mercado é muito difícil. Nós mesmos temos dificuldade em acertar o momento exato de vender uma ação. Normalmente, vendemos cedo demais, e fazemos isso porque gostamos de ter uma margem de segurança.

Um dos nossos grandes erros aconteceu porque demoramos demais para desistir do investimento — e também porque avaliamos mal o gestor responsável pela empresa. Isso aconteceu na Bombril. Compramos ações da Bombril em meados dos anos 1990. Além de ter uma marca espetacular — ganhou vários prêmios de publicidade e virou sinônimo de palha de aço, de tanto que era popular —, a companhia tinha ótimos resultados e gerava muito caixa. O problema é que era controlada por um sujeito no mínimo polêmico, um italiano chamado Sergio Cragnotti, que tinha 100% das ações ordinárias. Ele usava o caixa da Bombril para fazer investimentos próprios e burlava algumas regras de mercado. Os maiores acionistas eram a Dynamo, o BNDES e a Previ, e começamos a bater de frente com ele e a abrir processos na CVM. Num dado momento, ele chegou a fechar um acordo com a CVM, em que se comprometia a fechar o capital da Bombril, pagando um preço justo pelas ações, e a pagar multas pelas infrações que cometeu. Só que descumpriu o acordo. Aí entramos com uma ação na Justiça e a briga foi longa. Acho que a lição é que tivemos várias oportunidades de vender os papéis da Bombril ao longo desse processo de deterioração, mas os resultados eram tão bons que acabávamos ficando. No final, deu tudo errado, a empresa quase faliu e tivemos um retorno ruim. O Cragnotti chegou a ser preso na Itália tempos depois. Subestimamos os efeitos que o desalinhamento de interesses pode ter numa sociedade.⁸

Crise e investimento no exterior

A Dynamo Capital, que é a nossa gestora em Londres, é um projeto que nasceu em 2006 quando a Dynamo estava perto de atingir um tamanho que consideramos o limite para

atuar no Brasil. A bolsa brasileira cresceu, mas ainda é relativamente pequena, e há pouquíssimas aberturas de capital. Assim, é difícil encontrar um número suficiente de oportunidades para um fundo muito grande. Não queríamos ter nenhum tipo de pressão para investir só porque estávamos com dinheiro. Também não queríamos mudar o foco e passar a gerir outros tipos de fundos. Somos essencialmente analistas de empresas. Assim, para continuar tendo a capacidade de gerar bons retornos em fundos de ações, decidimos fechar os fundos no Brasil para novas captações.

Nosso objetivo na Dynamo Capital é replicar lá fora a mesma filosofia de investimentos que temos por aqui, obviamente num ambiente com número de empresas muito maior. Estamos há quase dez anos com a nossa estrutura em Londres e gerando bons retornos para nossos investidores por lá. Como vantagem adicional, sempre olhamos para fora do Brasil com curiosidade. Gostamos de comparar as empresas brasileiras com suas concorrentes estrangeiras e entender a dinâmica de determinados setores. É impossível analisar a indústria siderúrgica no Brasil, por exemplo, sem compreender o contexto global. E fica mais fácil analisar a Natura, por exemplo, conhecendo a Avon ou a Coty e seus planos para o Brasil.

Em momento de crise, como o que o Brasil viveu em 2015 e vive em 2016, é difícil ter uma visão construtiva. Os meios de comunicação trazem todo dia notícias ruins, a dinâmica nas empresas passa a ser outra, com corte de custos, demissões etc. Em momentos assim, aumentamos ainda mais a intensidade de nosso trabalho de análise, mergulhando profundamente nas companhias de forma a estar mais preparados que nunca para tirar proveito das oportunidades que costumam aparecer nessas horas. O outro lado da moeda dessas crises é que os preços das ações caem, o que torna possível investir em boas empresas pagando preços razoáveis. Assim, os bons e rentáveis casos de investimento são usualmente construídos nessas épocas. Foco, trabalho, pensamento independente, tudo isso é fundamental nesses tempos tão difíceis.

A situação é diferente em tempos de euforia. Entre 2003 e 2010, quando — exagerando um pouco — tudo deu certo no Brasil, não era muito difícil ganhar dinheiro na bolsa. Quando há vento a favor, as coisas tendem a se nivelar, porque as condições favoráveis beneficiam tanto o competente quanto o inapto. Quando a maré muda é diferente: a gestão faz muita diferença, e isso vale para os investimentos e para as próprias empresas. Quem é mais preparado tende a ir melhor.

COMO FAZER BONS INVESTIMENTOS

O que é mais relevante, na opinião de Pedro Damasceno

- 1 Antes de comprar uma ação, é preciso analisar a estratégia da empresa para saber como ela pretende se perpetuar no mercado e quais os principais riscos que corre. Se for complicado, procure um gestor de fundos que faça isso.
- 2 Companhias que precisam de escala para ser competitivas são normalmente boas opções de investimento, porque um concorrente precisa de tempo e dinheiro para “roubar” seu mercado. É o caso dos grandes bancos no Brasil, da Ambev e da Cielo, por exemplo.
- 3 Estude o histórico dos sócios e executivos que comandam a empresa em que pretende investir. Fuja se eles tiverem reputação duvidosa ou estiverem envolvidos em grandes problemas, porque isso pode acabar prejudicando o resultado da companhia.
- 4 Leia os documentos societários das empresas em que investe. São públicos e podem revelar detalhes importantes do funcionamento das empresas.
- 5 É melhor evitar empresas de setores que estejam passando por mudanças, estruturais ou regulatórias, porque é difícil estimar seus resultados.

LIVROS INDICADOS

Brasil: Uma biografia

Lilia M. Schwarcz e Heloisa M. Starling

“Cobre a história do Brasil desde 1500 de um jeito pouco convencional. Torna um pouco mais fácil entender as idiossincrasias do país.”

Charlie Munger: O pensamento e a trajetória do bilionário sócio de Warren Buffet

Janet Lowe

“Mostra a genialidade de Charlie Munger, sócio de Warren Buffett na empresa de investimentos Berkshire Hathaway, destacando seus princípios de investimento de

maneira simples e objetiva.”

Merchants of Debt

George Anders

“Ao contar a história das principais aquisições do fundo de *private equity* KKR, um dos mais importantes do mundo, o livro mostra o papel de investidores lendários no desenvolvimento do mercado financeiro. Deveria ser obrigatório em qualquer curso de finanças.”

1 Em 31/12/2015.

2 Damasceno sugere a leitura das Cartas Dynamo nº 39 e nº 80, disponíveis no site da gestora (www.dynamo.com.br), que tratam respectivamente dos dez e vinte anos da Dynamo.

3 Era a razão social da loja de departamentos Mappin, que faliu em 1999.

4 A Refripar era uma fabricante de eletrodomésticos que comercializava a marca Prosdócimo, o sobrenome da família de fundadores da empresa. Foi vendida para o grupo sueco Electrolux em 1996.

5 Os dois são sócios da empresa americana de investimentos Berkshire Hathaway, que teve um rendimento anual médio de 19% ao ano desde 1965. No mesmo período, o índice S&P 500 da bolsa americana subiu 10% ao ano, em média.

6 O Novo Mercado foi criado para reunir as empresas mais transparentes e com a melhor governança corporativa da bolsa.

7 O Santander é o terceiro maior banco privado do país. O Itaú, primeiro colocado, é quase duas vezes maior.

8 A Bombril quase quebrou no início dos anos 2000. Perdeu participação de mercado e teve sucessivos prejuízos. O antigo controlador assumiu e tenta reestruturar a empresa.

GLOSSÁRIO

Veja as definições de alguns dos principais termos financeiros mencionados pelos entrevistados

Abertura de capital

Ocorre quando uma empresa decide iniciar a negociação de suas ações na Bolsa de Valores. Essas ações são vendidas a investidores e, com isso, a empresa obtém recursos para financiar suas atividades. Outro objetivo da abertura de capital é permitir que controladores e investidores que detêm participações no capital de uma companhia possam vender suas participações com mais facilidade.

Ações ordinárias

Essas ações dão ao acionista o direito de votar nas Assembleias Gerais das empresas, que definem os membros da diretoria e do conselho de administração, por exemplo. No caso de a companhia ser vendida, esse acionista recebe, no mínimo, 80% do prêmio pago aos controladores. Mas, quando há distribuição de dividendos, só recebe depois de os detentores de ações preferenciais embolsarem o valor mínimo de dividendos estabelecido no estatuto da companhia.

Ações preferenciais

Essas ações dão ao acionista o direito de receber, na forma de dividendos, um percentual mínimo do lucro da empresa, estabelecido no estatuto. Mas não permitem que o acionista vote nas Assembleias Gerais. Se a companhia for vendida, os detentores de ações preferenciais podem não receber o prêmio de controle — apenas algumas empresas fazem esse pagamento.

ADRS

Sigla de American Depositary Receipts. São recibos de ações que podem ser emitidos por empresas não americanas nas bolsas dos Estados Unidos. O lastro das ADRs são as ações da empresa negociadas em seu país de origem. Dezenas de companhias brasileiras têm ADRs na bolsa de Nova York, entre elas os bancos Bradesco e Itaú, a fabricante de alimentos BRF, a varejista Pão de Açúcar e a mineradora Vale.

Alavancagem

Estratégia de alto risco adotada por alguns fundos de investimento que consiste em aplicar mais dinheiro do que o fundo tem. Isso é possível por meio de investimentos no mercado futuro. No meio empresarial, uma companhia alavancada está endividada.

Análise fundamentalista

É a avaliação dos resultados atuais e do potencial de crescimento de uma empresa. É feita por gestores de fundos e analistas de mercado, que usam suas conclusões para decidir se vale a pena comprar ou vender determinadas ações.

Ativos e passivos

Os ativos de uma empresa incluem os bens que ela possui (máquinas, prédios, estoque de produtos etc.), suas aplicações financeiras e também os direitos que tem a receber — por exemplo, pagamentos que serão feitos por clientes. No caso dos fundos de investimento, os ativos são o que compõem suas carteiras, como ações e títulos públicos. Os passivos englobam as dívidas e obrigações das companhias.

Commodities

São mercadorias, geralmente agrícolas ou de extração mineral, que têm características homogêneas e cujos preços são determinados no mercado internacional, em função da oferta e da demanda. Alguns exemplos: ouro, minério de ferro, papel, celulose, soja, trigo e petróleo.

Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

É o órgão que regula o mercado de capitais no Brasil. Ofertas de ações e emissões de alguns títulos de renda fixa precisam ser autorizadas pela CVM antes de serem feitas. Criado em 1976, o órgão também fiscaliza os fundos de investimento.

Conselho de administração

Órgão formado por pessoas geralmente eleitas pelos acionistas de uma empresa para supervisionar suas atividades e ajudar a elaborar sua estratégia.

Corretoras

São instituições financeiras habilitadas a intermediar a negociação de ações, contratos futuros e outros valores mobiliários. São credenciadas pelo Banco Central e pelas bolsas de valores e de futuros.

Derivativos

São instrumentos financeiros que podem ser comprados e vendidos por investidores interessados em fixar o preço futuro de ações, moedas, commodities e outros ativos. Exemplo: quem investe em derivativos cambiais pode definir hoje quanto pagará para comprar dólares daqui a um ano.

Dividendos

São a parcela do lucro de uma empresa distribuída a seus acionistas periodicamente. Cada acionista recebe um valor proporcional à quantidade de ações que tem.

Fundos multimercados

São fundos que podem investir em diferentes tipos de ativos, como ações, moedas e títulos de renda fixa, aqui e no exterior.

Fundos de *private equity*

São especializados em comprar participações no capital ou o controle de companhias, geralmente fechadas (ou seja, sem ações na bolsa). O objetivo é revender a participação com lucro, num prazo que costuma variar de cinco a sete anos.

Fundos soberanos

São veículos de investimento criados por governos para investir as reservas internacionais do país ou recursos excedentes da arrecadação de impostos. Os maiores são os de países árabes e asiáticos, além do fundo da Noruega, que investe parte dos recursos obtidos com a produção de petróleo.

Governança corporativa

É um modelo que norteia a atuação de empresas preocupadas em ser transparentes e manter alinhados os interesses de controladores, executivos e acionistas.

Ibovespa

É o principal índice de ações da bolsa de valores brasileira. Seu objetivo é informar o desempenho médio das ações das empresas mais relevantes do mercado. Em 2015, era composto por 63 ações de companhias como Ambev, BRF, Embraer e Vale, além das instituições financeiras Banco do Brasil, Bradesco e Itaú.

Mercado futuro

É o mercado em que os investidores assumem o compromisso de comprar e vender ativos (como índices de ações, moedas e commodities) numa data futura, por um preço predeterminado. No Brasil, essas operações são feitas com a intermediação da BM&FBovespa, que padroniza os contratos.

Oferta de ações

É a venda de ações por empresas de capital aberto. Uma companhia pode fazer várias ofertas de ações ao longo dos anos, geralmente com o objetivo de captar recursos para financiar suas atividades.

Operador de mercado

É o profissional responsável por executar ordens de investimento — por exemplo, de compra e venda de ações — para uma corretora.

Taxa Selic

É a taxa básica de juros da economia brasileira, que serve de referência para as operações de crédito. É definida nas reuniões do Comitê de Política Monetária do Banco Central (Copom).

Valor de mercado

É o valor de uma empresa na bolsa, obtido com base no preço de suas ações.

FLORIAN BARTUNEK começou a carreira no banco Pactual e, aos 25 anos, virou sócio do banco. Chefiou a área de análise de ações e de gestão de recursos. Em 2002, fundou a Constellation, uma gestora de fundos de ações com 2,5 bilhões de reais de patrimônio que tem entre seus sócios Jorge Paulo Lemann e o fundo americano Lone Pine Capital. É conselheiro do grupo educacional Somos Educação, da Fundação Lemann, da Fundação Estudar, do Masp e da revista *Nova Escola*.

GIULIANA NAPOLITANO é editora de finanças da *Exame*, onde trabalha há doze anos. É responsável pelas edições especiais de investimentos e mercado imobiliário publicadas pela revista, além de escrever e editar reportagens sobre o setor financeiro. Formou-se em jornalismo na ECA-USP e tem especialização em finanças.

PIERRE MOREAU é sócio fundador da Moreau Advogados (1991) e da Casa do Saber (2004). Membro do Conselho do Insper Direito e professor visitante na Universität St. Gallen, publicou diversos livros, entre eles *As letras da lei*, *Grandes advogados*, *Responsabilidade jurídica na previdência complementar* e *O financiamento da seguridade social na União Europeia e no Brasil*. É mestre e doutor em direito pela PUC-SP, cursou Harvard Law School e Harvard Business School.

Copyright © 2016 by os organizadores

Venda proibida em Portugal.

A Portfolio-Penguin é uma divisão da Editora Schwarcz S.A.

PORTFOLIO and the pictorial representation of the javelin thrower are trademarks of Penguin Group (USA) Inc. and are used under license. PENGUIN is a trademark of Penguin Books Limited and is used under license.

Grafia atualizada segundo o Acordo Ortográfico da Língua Portuguesa de 1990, que entrou em vigor no Brasil em 2009.

CAPA Laura Escorel

PROJETO gráfico Tamires Cordeiro

PREPARAÇÃO Leny Cordeiro

REVISÃO Márcia Moura e Renata Lopes Del Nero

ISBN 978-85-438-0731-7

Todos os direitos desta edição reservados à

EDITORA SCHWARCZ S.A.

Rua Bandeira Paulista, 702, cj. 32

04532-002 — São Paulo — SP

Telefone: (11) 3707-3500

Fax: (11) 3707-3501

www.portfolio-penguin.com.br

atendimentoaoleitor@portfolio-penguin.com.br

ALDO MUSACCHIO E SERGIO G. LAZZARINI

REINVENTANDO O CAPITALISMO DE ESTADO

O Leviatã nos negócios: Brasil e outros países

"É uma aula para tentar
entender o que são
(ou foram) as 'campeãs
nacionais'" - *Elle Brasil*

Reinventando o capitalismo de Estado

Musacchio, Aldo

9788543801889

408 páginas

[Compre agora e leia](#)

A onda de liberalização que varreu os mercados nas décadas de 1980 e 1990 afetou as maneiras como os governos gerenciam as suas economias. Dentro desse contexto, o livro de Aldo Musacchio e Sergio G. Lazzarini analisa a ascensão de uma nova espécie de capitalismo de Estado, em que os governos interagem com os investidores privados e, muitas vezes, usam sua influência para auxiliar setores ou empresas de olho em dividendos políticos. Entre os exemplos estudados estão o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), a Petrobras e a Vale. "É uma aula para quem quiser entender o que são (ou foram) as campeãs nacionais " - Elio Gaspari

[Compre agora e leia](#)

CONSUELO

DIEGUEZ

BILHÕES E

LÁGRIMAS

A ECONOMIA

BRASILEIRA

E SEUS ATORES

Bilhões e lágrimas

Dieguez, Consuelo

9788580869569

344 páginas

[Compre agora e leia](#)

Do banqueiro Daniel Dantas ao presidente do BNDES Luciano Coutinho, de Luis Stuhlberger ao ex-presidente do Previ Sérgio Rosa, Consuelo Dieguez, uma das mais importantes jornalistas da atualidade, traça o perfil de personagens centrais da economia brasileira para desvendar a conjuntura político-econômica do país. Em meados de 2006, Consuelo Dieguez se tornou colaboradora da revista piauí, que seria lançada em outubro daquele ano. A primeira reportagem que lhe foi encomendada, um perfil do banqueiro Luiz Cezar Fernandes, lhe pareceu inusitada. Afinal, a história do ex-dono do banco Pactual, que passara de elefante a formiga do mercado financeiro, já era conhecida por todos. Mas depois de acompanhar o dia a dia de Fernandes, Dieguez entendeu que o melhor jornalismo é feito de histórias não contadas, detalhes ignorados, frases despretensiosas. O melhor perfil conta o avesso dos perfilados. A partir daí, com o brilhantismo que lhe é peculiar, a jornalista concentrou-se em desvendar figuras centrais da história recente do país - como Daniel Dantas, Luciano Coutinho, Sérgio Rosa, entre outros - para revelar o momento econômico por que vimos passando desde a posse de Lula. A partir de histórias individuais, Dieguez aponta como se deu o expressivo aumento da participação do Estado na economia, fato essencial para

compreensão do Brasil de hoje. Pela primeira vez reunidos em livro, os ensaios de Bilhões e lágrimas apresentam uma análise contundente da economia atual, a partir do melhor e do pior traço da personalidade de cada um de seus atores.

[Compre agora e leia](#)

Mariana
Mazzucato



O ESTADO EMPREENDEDOR

Desmascarando o mito do
setor público vs. setor privado



“Mazzucato argumenta que o investimento governamental, paciente e de longo prazo, é um pré-requisito indispensável para a inovação de impacto. [...] Mesmo se discordar do ponto de vista dela, você deve ler o seu livro. Vai desafiar seu modo de pensar.”

Forbes

O Estado empreendedor

Mazzucato, Mariana

9788543801797

320 páginas

[Compre agora e leia](#)

Uma análise séria e reveladora que mostra que o Estado foi crucial nas revoluções tecnológicas mais recentes do mundo. Uma invenção com impacto enorme na vida de milhões de pessoas, o iPhone costuma ser visto como fruto da mente genial de Steve Jobs e da empresa que ele ajudou a se tornar uma marca mundial bilionária, a Apple. Muitas das tecnologias mais marcantes do aparelho, porém, são resultado de pesquisas financiadas pelo Estado americano, como a tela touchscreen e o assistente virtual acionado por voz, Siri. Essa é uma das revelações feitas por Mariana Mazzucato em *O Estado empreendedor*, e ilustra bem o principal tema discutido por ela no livro: apesar de ser percebido como lento, burocrático e pouco ousado, o Estado teve e continua tendo papel fundamental e estratégico no desenvolvimento de grandes avanços tecnológicos. Valendo-se sempre de dados fartos e análises bem-fundamentadas, a autora examina outros casos semelhantes em áreas que vão da internet à nanotecnologia e, através de um olhar fresco e muitas vezes surpreendente, enriquece um debate atualíssimo. "A srta. Mazzucato está certa ao afirmar que o Estado desempenhou um papel fundamental na produção de avanços para a mudança do jogo, e que sua contribuição para o sucesso dos negócios baseados em tecnologia não deve ser subestimada.

" - The Economist

[Compre agora e leia](#)

EMPRE ENDE DORIS MO

Mariana Castro

CRIA TIVO

Como a nova geração
de empreendedores brasileiros
está revolucionando
a forma de pensar conhecimento,
criatividade e inovação

Empreendedorismo criativo

Castro, Mariana

9788543800974

200 páginas

[Compre agora e leia](#)

Quem são os novos talentos brasileiros que criaram negócios nos quais o propósito de vida é fundamental? Que trocaram salário e estabilidade pela possibilidade de fazer aquilo em que acreditam, da forma como acreditam, ao lado de pessoas que admiram? Quais são as empresas que estão inventando novos produtos e serviços - ou ainda reinventando produtos e serviços da maneira como conhecemos? Capítulo a capítulo, Mariana Castro conta a história de start-ups criativas - entre elas, Inesplorado, Perestroika, Mesa & Cadeira, Mandalah e Flag - a partir de temas como "o que é", "como se tornou realidade", "modelo de negócio" e "futuro". Leitura obrigatória para qualquer um que acredita ser possível transformar o mundo realizando o próprio trabalho com prazer, propósito e dedicação.

[Compre agora e leia](#)

Bob Wollheim e Dony De Nuccio

NASCE — UM — EMPRE ENDE DOR



Dicas, provocações
e reflexões para quem
quer começar um
negócio próprio



Nasce um empreendedor

Wollheim, Bob

9788543805566

184 páginas

[Compre agora e leia](#)

Um livro imperdível para a futura geração de empresários do país!

De acordo com pesquisas recentes, três em cada quatro brasileiros gostariam de abrir um negócio próprio. Seja pelo anseio de deixar seu legado no mundo, pela ambição de construir uma empresa líder ou pela simples vontade de não ter um chefe, o sonho de empreender faz brilhar os olhos de muita gente — e possivelmente os seus também.

Mas construir um negócio de sucesso não é fácil. Por onde começar?

Como se preparar para a montanha-russa emocional e financeira pela qual você deve passar? Quais são as principais armadilhas a serem evitadas?

Em "Nasce um empreendedor", Dony De Nuccio e Bob Wollheim respondem a essas perguntas de forma simples, direta e divertida. De quebra, ainda reúnem os maiores e mais influentes empreendedores do país, que dão dicas e depoimentos imperdíveis para quem quer se aventurar nesse universo tão desafiador e fascinante.

[Compre agora e leia](#)